



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 3 / 2024



Inhalt

Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen	5
Zusammenfassung	5
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	10
2 Konjunktorentwicklung	15
3 Preise und Kosten	22
4 Finanzmarktentwicklungen	28
5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	32
Kästen	42
1 Jüngste Inflationsentwicklung und Lohndruck im Euroraum und in den Vereinigten Staaten	42
2 Aus welchen Gründen verlangsamte sich die Importintensität des BIP im Jahr 2023?	50
3 Wie groß ist die Belastung privater Haushalte durch die Wohnkosten? Erkenntnisse aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen	55
4 Wohnungsbauinvestitionen und Nutzungskosten für Wohneigentum im Euroraum	63
5 Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen	71
6 Zerlegung der HVPIX-Inflation in energiepreis- und lohnsensible Positionen	76
7 Bedeutung technischer Faktoren für Inflationsswapsätze im Euroraum	82
8 Reform der EU-Haushaltsregeln – potenzielle makroökonomische Auswirkungen auf den Euroraum	88
Aufsätze	93
1 Vertrauen in die EZB – Erkenntnisse aus der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen	93
2 Was sagen die auf Mikropreisdaten basierenden neuen Erkenntnisse über die Inflationsentwicklung und die geldpolitische Transmission aus?	111

Abkürzungen

Länder

BE	Belgien	LU	Luxemburg
BG	Bulgarien	HU	Ungarn
CZ	Tschechische Republik	MT	Malta
DK	Dänemark	NL	Niederlande
DE	Deutschland	AT	Österreich
EE	Estland	PL	Polen
IE	Irland	PT	Portugal
GR	Griechenland	RO	Rumänien
ES	Spanien	SI	Slowenien
FR	Frankreich	SK	Slowakei
HR	Kroatien	FI	Finnland
IT	Italien	SE	Schweden
CY	Zypern	UK	Vereinigtes Königreich
LV	Lettland	JP	Japan
LT	Litauen	US	Vereinigte Staaten
		EA	Euroraum

Sonstige

AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BPM6	Balance of Payments Manual des IWF (6. Auflage)
cif	Einschließlich Kosten für Fracht und Versicherung bis zur Grenze des importierenden Landes
EPI	Erzeugerpreisindex
ESVG 2010	Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 2010
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EWI	Europäisches Währungsinstitut
EWK	Effektiver Wechselkurs
EZB	Europäische Zentralbank
fob	Frei an Bord an der Grenze des exportierenden Landes
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
IAO	Internationale Arbeitsorganisation
IWF	Internationaler Währungsfonds
LSK/VG	Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe
LSK/GW	Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft
MFI	Monetäres Finanzinstitut
NACE	Statistische Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Union
NZB	Nationale Zentralbank
OECD	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
VPI	Verbraucherpreisindex
WWU	Wirtschafts- und Währungsunion

Entsprechend der in der EU angewendeten Praxis werden die EU-Länder im Bericht in der alphabetischen Reihenfolge der Bezeichnung der Länder in den jeweiligen Landessprachen aufgeführt.

Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen

Zusammenfassung

Der EZB-Rat beschloss auf seiner Sitzung am 11. April 2024, die drei Leitzinssätze unverändert zu belassen. Die aktuellen Daten bestätigten weitgehend seine bisherige Einschätzung der mittelfristigen Inflationsaussichten. Die Inflation ist weiter zurückgegangen, was vor allem dem geringeren Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln und Waren zuzuschreiben ist. Bei den meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation ist eine Entspannung zu verzeichnen, das Lohnwachstum schwächt sich allmählich ab, und die Unternehmen fangen über ihre Gewinne einen Teil der steigenden Arbeitskosten auf. Die Finanzierungsbedingungen bleiben restriktiv, und die bisherigen Zinserhöhungen dämpfen weiterhin die Nachfrage, was zum Rückgang der Inflation beiträgt. Wegen des kräftigen binnenwirtschaftlichen Preisdrucks ist die Teuerung bei Dienstleistungen aber nach wie vor hoch.

Der EZB-Rat ist entschlossen, für eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen Ziel von 2 % zu sorgen. Er ist der Auffassung, dass sich die EZB-Leitzinsen auf einem Niveau befinden, das einen erheblichen Beitrag zum anhaltenden Inflationsrückgang leistet. Mit den zukünftigen Beschlüssen des EZB-Rats wird sichergestellt, dass die Leitzinsen so lange wie erforderlich ausreichend restriktiv bleiben werden. Sollte die aktualisierte Beurteilung der Inflationsaussichten, der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission die Zuversicht des EZB-Rats weiter stärken, dass die Inflation sich nachhaltig dem Zielwert annähert, wäre eine Lockerung der aktuellen geldpolitischen Straffung angemessen. Bei der Bestimmung der angemessenen Höhe und Dauer des restriktiven Niveaus wird der EZB-Rat in jedem Fall auch in Zukunft einen datengestützten Ansatz verfolgen und von Sitzung zu Sitzung entscheiden. Er legt sich nicht im Voraus auf einen bestimmten Zinspfad fest.

Konjunkturentwicklung

Die Wirtschaft entwickelte sich im ersten Quartal 2024 weiterhin schwach. Zwar sind die Ausgaben für Dienstleistungen stabil, doch verzeichnen die Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe eine geringe Nachfrage, und die Produktion ist vor allem in energieintensiven Sektoren verhalten. Umfragen deuten auf eine allmähliche konjunkturelle Erholung im Verlauf dieses Jahres hin, die in erster Linie von den Dienstleistungen ausgeht. Gestützt werden dürfte sie durch steigende Realeinkommen, die sich aus einer niedrigeren Inflation, höheren Löhnen und besseren Terms of Trade ergeben. Angesichts der Erholung der Weltwirtschaft und der weiteren Verlagerung von Ausgaben hin zu handelbaren Gütern dürfte das Exportwachstum des Euroraums in den kommenden Quartalen anziehen. Zudem

sollte von der Geldpolitik mit der Zeit eine geringere Bremswirkung auf die Nachfrage ausgehen.

Die Arbeitslosenquote liegt auf ihrem niedrigsten Stand seit Einführung des Euro. Zugleich entspannt sich die Lage am Arbeitsmarkt weiterhin allmählich, und die Zahl der offenen Stellen sinkt.

Die Regierungen sollten die Rücknahme energiebezogener Stützungsmaßnahmen fortsetzen, damit der Inflationsrückgang nachhaltig voranschreiten kann. Durch eine vollständige und unverzügliche Umsetzung der Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU werden die Regierungen besser in der Lage sein, Haushaltsdefizite und Schuldenquoten nachhaltig zu senken. Nationale finanz- und strukturpolitische Maßnahmen sollten darauf abzielen, die Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft zu stärken. Dadurch würde der Preisdruck auf mittlere Sicht gesenkt. Auf europäischer Ebene würden eine effektive und rasche Umsetzung des Programms „Next Generation EU“ und eine Stärkung des Binnenmarkts Innovationen fördern und zu höheren Investitionen in den ökologischen und den digitalen Wandel führen. Wie der EZB-Rat in seiner Erklärung vom 7. März 2024¹ betonte, würden ein entschlosseneres Vorgehen und konkretere Maßnahmen zur Vollendung der Banken- und der Kapitalmarktunion dabei helfen, die dafür benötigten massiven privaten Investitionen zu mobilisieren.

Inflation

Die Inflation ist weiter gesunken: Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge ist die Jahreswachstumsrate von 2,6 % im Februar auf 2,4 % im März zurückgegangen. Bei Nahrungsmitteln verringerte sich die Teuerung im März auf 2,7 % nach 3,9 % im Februar. Bei Energie lag sie im März bei -1,8 % gegenüber -3,7 % im Vormonat. Der Preisauftrieb im Hinblick auf Waren ging im März erneut zurück und verzeichnete nunmehr eine Rate von 1,1 % nach zuvor 1,6 %. Die Teuerung bei Dienstleistungen blieb jedoch mit 4,0 % im März auf hohem Niveau.

Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation waren im Februar weiter rückläufig und bestätigten damit den Eindruck eines allmählich nachlassenden Preisdrucks. Die Binneninflation ist zwar weiterhin hoch, aber Löhne und Stückgewinne stiegen weniger stark als im Schlussquartal 2023 erwartet. Die Lohnstückkosten waren jedoch nach wie vor hoch, was unter anderem auf ein schwaches Produktivitätswachstum zurückzuführen war. Aktuellere Indikatoren deuten auf eine weitere Abschwächung des Lohnwachstums hin.

Es wird erwartet, dass die Inflation in den kommenden Monaten um das derzeitige Niveau herum schwankt und dann im nächsten Jahr zum Zielwert von 2 % zurückkehrt. Ursächlich hierfür sind das geringere Wachstum der Arbeitskosten, die sich entfaltende Wirkung der restriktiven Geldpolitik des EZB-Rats und die nachlassenden Effekte der Energiekrise und der Pandemie. Die Messgrößen der

¹ Siehe EZB, [Erklärung des EZB-Rats zur Weiterentwicklung der Kapitalmarktunion](#), Pressemitteilung vom 7. März 2024.

längerfristigen Inflationserwartungen sind weitgehend unverändert und liegen zumeist bei rund 2 %.

Risikobewertung

Die Risiken für das Wirtschaftswachstum sind nach wie vor abwärtsgerichtet. Das Wachstum könnte geringer ausfallen, wenn die Geldpolitik eine stärkere Wirkung entfalten sollte als erwartet. Eine schwächere Weltwirtschaft oder eine weitere Verlangsamung des Welthandels würden das Wachstum im Euroraum ebenfalls belasten. Zudem gehen von dem ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine und dem tragischen Konflikt im Nahen Osten erhebliche geopolitische Risiken aus. Unternehmen und private Haushalte könnten deshalb an Zuversicht verlieren, und es könnte zu Störungen des Welthandels kommen. Das Wachstum könnte höher ausfallen, wenn die Inflation rascher sinkt als erwartet und die Konsumausgaben aufgrund der steigenden Realeinkommen stärker anziehen als gedacht oder wenn die Weltwirtschaft kräftiger wächst als angenommen.

Zu den Aufwärtsrisiken für die Inflation zählen die erhöhten geopolitischen Spannungen, insbesondere jene im Nahen Osten. Sie könnten die Energiepreise und die Frachtkosten auf kurze Sicht in die Höhe treiben und zu Störungen des Welthandels führen. Darüber hinaus könnte die Inflation höher ausfallen als gedacht, wenn die Löhne deutlicher zulegen als erwartet oder sich die Gewinnmargen als robuster erweisen. Die Teuerung könnte aber auch niedriger ausfallen als angenommen, wenn die Geldpolitik die Nachfrage stärker dämpft als erwartet oder sich das wirtschaftliche Umfeld in der übrigen Welt überraschend eintrübt.

Finanzielle und monetäre Bedingungen

Die Marktzinsen sind seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom 7. März 2024 weitgehend stabil geblieben, und die allgemeinen Finanzierungsbedingungen sind nach wie vor restriktiv. Der durchschnittliche Zinssatz für Unternehmenskredite verringerte sich leicht von 5,2 % im Januar auf 5,1 % im Februar. Die Zinsen für Immobilienkredite lagen im Februar bei 3,8 %, verglichen mit 3,9 % im Januar.

Angesichts der nach wie vor erhöhten Kreditzinsen ist die Kreditnachfrage der Unternehmen im ersten Quartal 2024 weiter gesunken, da Investitionspläne zurückgefahren wurden. Dies geht aus der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft vom April 2024 hervor. Die Kreditrichtlinien sind weiterhin restriktiv, wobei sie sich für Unternehmenskredite erneut leicht verschärft und für Immobilienkredite etwas gelockert haben.

Vor diesem Hintergrund ist die Kreditentwicklung nach wie vor schwach. Die Jahreswachstumsrate der Bankkreditvergabe an Unternehmen erhöhte sich im Februar geringfügig auf 0,4 %, nachdem sie im Januar bei 0,2 % gelegen hatte. Bei

Kredit an private Haushalte betrug sie unterdessen unverändert 0,3 %. Die weit gefasste Geldmenge M3 stieg im Februar leicht um 0,4 % an.

Geldpolitische Beschlüsse

Der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität wurden unverändert bei 4,50 %, 4,75 % bzw. 4,00 % belassen.

Die Wertpapierbestände aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) verringern sich in einem maßvollen und vorhersehbaren Tempo, da das Eurosystem die Tilgungsbeträge der Wertpapiere bei Fälligkeit nicht wieder anlegt.

Der EZB-Rat beabsichtigt, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) erworbenen Wertpapiere in der ersten Jahreshälfte 2024 weiterhin bei Fälligkeit vollumfänglich wieder anzulegen. In der zweiten Jahreshälfte soll das PEPP-Portfolio im Durchschnitt um monatlich 7,5 Mrd. € reduziert werden. Es ist geplant, die Wiederanlage der Tilgungsbeträge aus dem PEPP zum Jahresende 2024 einzustellen.

Der EZB-Rat wird bei der Wiederanlage der Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere im Portfolio des PEPP weiterhin flexibel agieren, um pandemiebedingten Risiken für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus entgegenzuwirken.

Vor dem Hintergrund der Rückzahlungen der Banken im Rahmen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte wird der EZB-Rat in regelmäßigen Abständen bewerten, wie gezielte Kreditgeschäfte und deren fortlaufende Rückzahlung zu seinem geldpolitischen Kurs beitragen.

Fazit

Der EZB-Rat beschloss auf seiner Sitzung am 11. April 2024, die drei Leitzinssätze unverändert zu belassen. Er ist entschlossen, für eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen Ziel von 2 % zu sorgen. Er ist der Auffassung, dass sich die EZB-Leitzinsen auf einem Niveau befinden, das einen erheblichen Beitrag zum anhaltenden Inflationsrückgang leistet. Mit den zukünftigen Beschlüssen des EZB-Rats wird sichergestellt, dass die Leitzinsen so lange wie erforderlich ausreichend restriktiv bleiben werden. Sollte die aktualisierte Beurteilung der Inflationsaussichten, der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission die Zuversicht des EZB-Rats weiter stärken, dass die Inflation sich nachhaltig dem Zielwert annähert, wäre eine Lockerung der aktuellen geldpolitischen Straffung angemessen. Bei der Bestimmung der angemessenen Höhe und Dauer des restriktiven Niveaus wird der EZB-Rat in jedem Fall auch in Zukunft einen datengestützten Ansatz verfolgen und von Sitzung zu Sitzung entscheiden. Er legt sich nicht im Voraus auf einen bestimmten Zinspfad fest.

Der EZB-Rat ist in jedem Fall bereit, alle seine Instrumente im Rahmen seines Mandats anzupassen, um sicherzustellen, dass die Inflation mittelfristig zum Zielwert zurückkehrt, und um die reibungslose Funktionsfähigkeit der geldpolitischen Transmission aufrechtzuerhalten.

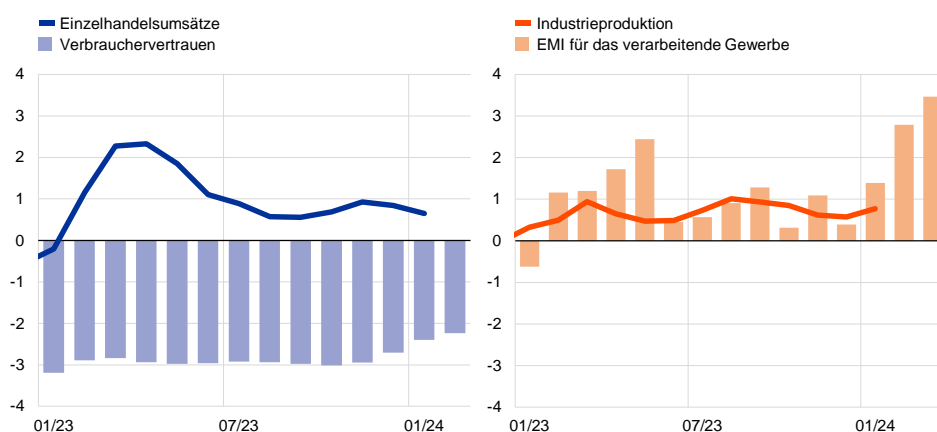
Außenwirtschaftliches Umfeld

Die Weltwirtschaft dürfte sich im ersten Quartal 2024 etwas besser entwickelt haben. Dabei wird sich der internationale Handel den Erwartungen zufolge allmählich erholen, nachdem er im vierten Quartal des Vorjahres schwach ausgefallen war. Die Störungen des Schiffsverkehrs im Roten Meer halten zwar an, doch die Seefrachtraten sind inzwischen rückläufig, und die globalen Lieferketten bleiben stabil. Der Inflationsdruck ist weiterhin erhöht, wobei sich die Abkühlung an den Arbeitsmärkten der Industrieländer jedoch fortsetzt.

Die weltwirtschaftliche Aktivität dürfte sich im ersten Quartal 2024 erholt haben, aber moderat geblieben sein. Die Indikatoren deuten nach wie vor auf eine verbesserte globale Wachstumsdynamik zu Beginn des Jahres hin. Hierfür liefern die Umfrageindikatoren die stärksten Hinweise. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euroraum) lag im März weiterhin auf einem soliden Niveau von 52,6 Punkten. Dies war der robusten Produktion im verarbeitenden Gewerbe mit einem Indexwert von ebenfalls 52,6 Punkten zu verdanken. Aus anderen Daten ergibt sich hingegen ein differenzierteres Bild. Trotz einer Erholung des Verbrauchervertrauens schwächten sich die Einzelhandelsumsätze im Dreimonatsvergleich (zur Veranschaulichung der Dynamik) im Januar auf globaler Ebene etwas ab, während sich die Entwicklung der Industrieproduktion weltweit geringfügig verbesserte (siehe Abbildung 1). Insgesamt deuten sowohl das Nowcasting-Modell der EZB für das Weltwirtschaftswachstum als auch ihr Konjunkturtracker darauf hin, dass sich die Wirtschaftstätigkeit zu Jahresbeginn moderat belebt hat.

Abbildung 1
Globale Konjunkturindikatoren

(Einzelhandel und Industrieproduktion: Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %; Vertrauensdaten und EMI-Daten: Abstand zur Wachstumsschwelle)



Quellen: OECD, S&P Global, Haver Analytics und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Gewichteter Durchschnitt von 32 Volkswirtschaften (AU, BR, BG, CA, CL, CN, CO, CZ, DK, HK, IN, ID, JP, HU, MX, MY, NZ, NO, PL, RO, RU, SG, ZA, KR, SE, CH, TW, TH, TR, UK, US, VN), auf die ein Anteil von 82 % des weltweiten BIP (ohne Euroraum) entfällt. Die Länderindizes werden mit der Kaufkraftparität gewichtet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2024 (Einzelhandelsumsätze und Industrieproduktion), Februar 2024 (Verbrauchervertrauen) bzw. März 2024 (EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe).

Der internationale Handel wird sich den Annahmen zufolge ebenfalls erholen, nachdem er sich im vierten Quartal des letzten Jahres schwach entwickelt hatte.

Die globalen EMIs für den Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes und des Dienstleistungssektors deuteten im März darauf hin, dass sich das Wachstum im Waren- und Dienstleistungsverkehr auf kurze Sicht allmählich erholen wird. Auch die zunehmende Dynamik der globalen Industrieproduktion dürfte den Handel stützen. Die nach der Pandemie aufgetretenen Faktoren, die den Handel im vergangenen Jahr noch belasteten, verlieren nach und nach ihre Wirkung. Hierzu zählen etwa die Rückverlagerung der Ausgaben von Waren hin zu Dienstleistungen und die Korrektur des Lagerzyklus mit dem Abbau der Überbestände. Dies dürfte ebenfalls dazu beitragen, dass sich der Welthandel 2024 schrittweise belebt. Dessen ungeachtet stellen die Störungen im Handelsverkehr über das Rote Meer nach wie vor ein beträchtliches Risiko dar. Das Transitvolumen in diesem Gebiet liegt weiterhin rund 60 % unter dem normalerweise verzeichneten Wert, da die Reedereien diese Route immer noch meiden. Die Seefrachtkosten, die nach den Angriffen der Huthi-Rebellen kräftig gestiegen waren, gehen indes mittlerweile wieder zurück. Außerdem lösen sich die Rückstaus in den internationalen Häfen seit Mitte Januar auf und wiesen im März einen Wert unterhalb des Vorpandemie-Durchschnitts auf. Bisher konnten die Auswirkungen der längeren Lieferzeiten durch die Kapazitätsreserven in der Schifffahrtsbranche, die schwache Nachfrage nach Waren und die hohen Lagerbestände der Hersteller abgedeckt werden. Eine Eskalation des Konflikts im Nahen Osten stellt jedoch weiterhin ein erhebliches Risiko für den Handel und die Inflation dar.

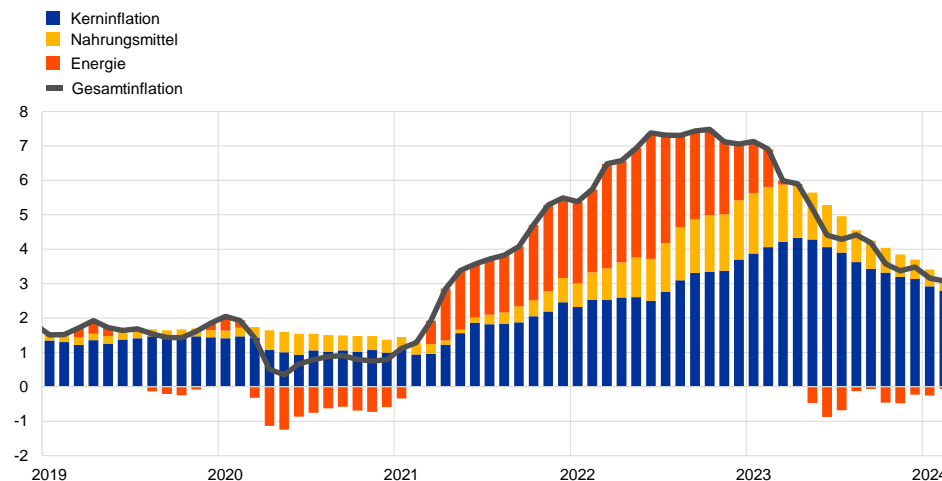
Die Gesamtinflation in den OECD-Staaten blieb im Februar stabil, während sich die Kerninflation – wenn auch in moderatem Tempo – weiter abschwächte.

Die am VPI gemessene jährliche Gesamtteuerungsrate in den OECD-Ländern (ohne Türkei) verringerte sich im Februar leicht auf 3,1 %, verglichen mit 3,2 % im Vormonat (siehe Abbildung 2). Die OECD-Kerninflation ohne Energie und Nahrungsmittel verlangsamte sich unterdessen angesichts des nachlassenden Drucks an den Arbeitsmärkten der Industrieländer weiter auf 3,6 % und war damit 0,2 Prozentpunkte niedriger als im Januar. Auf Online-Stellenausschreibungen basierende Frühindikatoren der Lohnentwicklung lassen darauf schließen, dass das nominale Lohnwachstum in den Industrieländern bereits seinen Höhepunkt überschritten hat und sich weiter abschwächen wird. Auch ein rückläufiges Verhältnis von offenen Stellen zur Arbeitslosenzahl in wichtigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften weist auf eine Abkühlung am Arbeitsmarkt hin. Während das Wachstum der Reallöhne in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich Ende 2023 in den positiven Bereich zurückgekehrt ist, belegen auf Unternehmensebene gewonnene Angaben zudem, dass die Gewinnaufschläge der Firmen immer noch über ihrem Vorpandemieniveau liegen. Dies legt nahe, dass die Unternehmen über gewisse Spielräume verfügen, um steigende Arbeitskosten zu absorbieren, ohne sie über höhere Preise an die Verbraucher weitergeben zu müssen. Infolgedessen ist davon auszugehen, dass sich der Anstieg der Verbraucherpreise in den Industrieländern in den kommenden Monaten weltweit schrittweise weiter verlangsamen wird. Auf die sehr kurze Sicht könnte sich die Inflation aber als hartnäckig erweisen.

Abbildung 2

Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Ländern

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: OECD-Aggregate ohne die Türkei. Die Aggregate werden unter Verwendung der jährlichen VPI-Gewichte für den OECD-Raum berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2024.

Vor dem Hintergrund der geopolitischen Unsicherheit im Nahen Osten sind die Ölnotierungen seit der März-Sitzung des EZB-Rats um 5 % gestiegen.

Die Ölpreise reagieren nach wie vor sensibel auf die Entwicklungen im Nahen Osten, da eine weiter gehende Eskalation des Konflikts die globale Ölversorgung erheblich beeinträchtigen könnte. Gleichzeitig hat die OPEC+ die Produktionskürzungen bis in das zweite Quartal 2024 verlängert, und die Internationale Energieagentur hat ihre Prognose für das Verhältnis zwischen Öl-Angebot und Öl-Nachfrage für 2024 von einem Überschuss zu einem Defizit revidiert. Der Ölpreisanstieg wurde durch eine schwache Ölnachfrage in Europa und China gedämpft. Die europäischen Gaspreise legten 7 % zu, blieben aber unter dem Wert von 30 €/MWh, da die Gasspeicher in der EU zu Beginn der Auffüllsaison einen rekordhohen Füllstand von 60 % der Gesamtkapazität aufwiesen. Die zuletzt leichte Verteuerung von Gas war auf Lieferstörungen in Norwegen und in den Vereinigten Staaten zurückzuführen, während die Flüssiggasexporte aus Katar von den Huthi-Angriffen auf Schiffe im Roten Meer betroffen waren. Die Gasnachfrage in Europa ist jedoch im historischen Vergleich weiterhin niedrig. Grund hierfür sind die schwache Industriekonjunktur in gasintensiven Sektoren, die günstigen Wetterbedingungen und ein verändertes Verhalten von Privathaushalten und Unternehmen nach der Gaskrise. Die Preise für Rohstoffe ohne Energie haben sich seit der EZB-Ratssitzung vom März ebenfalls erhöht. So wurden die Weltmarktpreise für Nahrungsmittelrohstoffe vor allem von einer beispiellosen Zunahme der Kakaopreise beeinflusst, die ihrerseits aus schwerwiegenden Lieferengpässen in Westafrika resultierte. Derweil stiegen auch die Getreidepreise an (wenn auch moderater), was unter anderem mit der geopolitischen Unsicherheit über die Lieferungen aus Russland und der Ukraine zusammenhing. Die Metallnotierungen legten indessen aufgrund von Lieferstörungen an den Kupfer- und Aluminiummärkten zu.

In den Vereinigten Staaten lassen die Konjunktur- und die Preisentwicklung nach wie vor auf eine weiche Landung schließen. Hochfrequente Indikatoren deuten auf eine robuste Wirtschaftstätigkeit im ersten Quartal hin, wenngleich sich das Wachstum abgeschwächt haben dürfte. Die Konsumausgaben stützen noch immer die Konjunktur, doch dürften die verzögerten Auswirkungen des restriktiven geldpolitischen Kurses der US-Notenbank die Wirtschaft im weiteren Verlauf belasten. Überdies zeichnet sich eine zunehmende Abkühlung am Arbeitsmarkt ab. So verlangsamt sich das Lohnwachstum, und die Zahl der Personen, die auf eigenen Wunsch ihr Arbeitsverhältnis beenden, geht zurück. Die am Verbraucherpreisindex gemessene jährliche Gesamtteuerungsrate erhöhte sich im März infolge der steigenden Energiepreise allerdings um 0,3 Prozentpunkte auf 3,5 %. Die Kerninflation blieb indes stabil bei 3,8 %. Besonders bei den Dienstleistungen wird damit gerechnet, dass der Preisauftrieb nur allmählich nachlassen wird. Dies könnte zur Folge haben, dass sich die Inflationsentwicklung in den kommenden Monaten nur langsam abschwächt. Auf seiner Sitzung im März beließ der Offenmarktausschuss der Federal Reserve die Leitzinsen in einem Korridor von 5,25 % bis 5,5 %. Die Mitglieder des Offenmarktausschusses korrigierten überdies ihre Prognose für das BIP-Wachstum im Jahr 2024 erheblich nach oben, und zwar von 1,4 % auf nun 2,1 % (auf Basis der Veränderung im vierten Quartal gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal). Begründet wurde dies vor allem mit unerwartet positiven Daten. Die Inflationsaussichten für das laufende Jahr wurden mit einer Aufwärtskorrektur von lediglich 0,2 Prozentpunkten in wesentlich geringerem Umfang revidiert.

Die wirtschaftliche Erholung in China stellt sich weiterhin uneinheitlich dar, weil die Abschwächung im Immobiliensektor das Wachstum nach wie vor bremst. Mit einer Jahreswachstumsrate von 7,0 % lag die Aktivität in der Industrie in China im Januar und Februar über den Erwartungen. Ein Aufschwung im globalen Technologiezyklus führte zu einer Ausweitung der Produktion von Computern und elektronischen Erzeugnissen im zweistelligen Bereich. Dadurch erhöhte sich ab Dezember 2023 auch das Exportwachstum Chinas. Die Wirtschaftstätigkeit im Immobiliensegment ist allerdings weiter rückläufig, weshalb sich das Verbrauchervertrauen um ein historisch niedriges Niveau bewegt. Das Wachstum der Einzelhandelsumsätze sank in den ersten beiden Monaten des Jahres auf 5,5 %, nachdem es im Schlussquartal 2023 noch bei 8,3 % gelegen hatte. Demzufolge wird das von der Regierung für das laufende Jahr angestrebte BIP-Wachstum von 5 % als ehrgeiziges Ziel erachtet, solange weitere fiskalpolitische Impulse ausbleiben. Die Gesamtinflation lag im Februar mit 0,7 % gegenüber dem Vorjahr zwar wieder im positiven Bereich, doch der Inflationsdruck ist nach wie vor vorhanden. So wies etwa die Änderungsrate der Erzeugerpreise im Februar weiterhin ein negatives Vorzeichen auf.

In Japan ziehen Inflation und Lohnwachstum an. Dies veranlasste die Bank of Japan dazu, ihre Negativzinspolitik zu beenden. Hochfrequenzdaten signalisierten zu Jahresbeginn, dass sich die Konsumausgaben und das Verbrauchervertrauen erhöhen könnten, was zum Teil auf die steigenden Löhne zurückzuführen war. Demgegenüber blieb die Geschäftstätigkeit im verarbeitenden Gewerbe weiter schleppend. Die Gesamtinflation beschleunigte sich im Februar auf

2,8 % nach 2,2 % im Vormonat. Maßgeblich hierfür waren hauptsächlich Basiseffekte im Zusammenhang mit den Energiesubventionen im vergangenen Jahr. Dessen ungeachtet wiesen die ersten Ergebnisse der im Frühjahr stattfindenden jährlichen Tarifverhandlungen einen Anstieg der Löhne von insgesamt 5,3 % aus. Dies war der höchste Wert seit 33 Jahren und sollte dem Lohnwachstum 2024 weiteren Auftrieb verleihen. Am 19. März 2024 beschloss die Bank of Japan, ihre Negativzinspolitik formell zu beenden und auch andere Maßnahmen zur geldpolitischen Lockerung auslaufen zu lassen. Dementsprechend hob sie den Zinssatz für unbesichertes Tagesgeld auf 0 % bis 0,1 % an. Dies war die erste Zinserhöhung der japanischen Notenbank seit 17 Jahren. Hintergrund der Entscheidung war die Einschätzung der Zentralbank, dass sich nach einer lang anhaltenden Phase mit Inflationsraten unter dem Zielwert die Belege für eine positive Wechselwirkung zwischen steigenden Löhnen und steigenden Preisen mehrten. Dies stärkt die Zuversicht, dass die Bank of Japan ihr Preisstabilitätsziel von 2 % im Verlauf des Projektionshorizonts erreichen wird.

Im Vereinigten Königreich weisen die Indikatoren darauf hin, dass das Wirtschaftswachstum auf kurze Sicht wieder steigen wird. Nachdem das BIP 2023 weitgehend stagnierte, deuten Umfragen inzwischen auf eine moderate, aber stetige Aufhellung der Konjunkturaussichten hin. Die Erholung des BIP-Wachstums setzte im Januar ein, als ein Wert von 0,2 % zum Vormonat verzeichnet wurde. Impulse gingen dabei von den Dienstleistungen und vom Baugewerbe aus, während die Produktion im verarbeitenden Gewerbe weiter schrumpfte. Die VPI-Gesamtinflation sank im Februar auf 3,4 % nach 4,0 % im Januar. Verantwortlich hierfür war vor allem der nachlassende Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln. Die Kerninflation verringerte sich ebenfalls, nämlich von 5,1 % im Januar auf 4,5 % im Februar. Darin schlug sich ein langsamerer Anstieg der in der Kernrate erfassten Waren wie auch der Dienstleistungen nieder. Der Preisauftrieb bei den in der Kerninflation enthaltenen Dienstleistungen bleibt jedoch erhöht und ist breit angelegt, denn mehr als ein Drittel der Dienstleistungspositionen weist noch immer Preissteigerungsraten von über 8 % auf. Die Bank of England geht davon aus, dass die Teuerungsrate der Dienstleistungen im Lauf dieses Jahres von derzeit 7 % auf rund 5 % sinken wird. Ferner hat sich die Situation am Arbeitsmarkt weiter entspannt, wenngleich sie im historischen Vergleich nach wie vor relativ angespannt ist. Einerseits lassen die gelockerten Bedingungen am Arbeitsmarkt und ein Rückgang der kurzfristigen Inflationserwartungen auf eine anhaltende Verringerung des Lohndrucks schließen. Andererseits legen Umfragedaten jedoch nahe, dass die Unternehmen nach wie vor mit einem hohen Lohnwachstum rechnen und dass ihre Erwartungen diesbezüglich über den Annahmen der Bank of England liegen.

2 Konjunktorentwicklung

Vor dem Hintergrund der restriktiven Finanzierungsbedingungen, des geringen Vertrauens und früherer Verluste an Wettbewerbsfähigkeit stagnierte die Konjunktur im Euroraum 2023 im Großen und Ganzen. Unterdessen wurden weiterhin neue Arbeitsplätze geschaffen. Das Wachstum des realen BIP dürfte im ersten Quartal 2024 aufgrund eines nach wie vor angeschlagenen verarbeitenden Gewerbes einerseits und eines weiterhin widerstandsfähigeren Dienstleistungssektors andererseits verhalten geblieben sein. Gleichwohl sind erste Anzeichen dafür zu erkennen, dass sich das Wachstum im weiteren Jahresverlauf 2024 nach und nach beleben wird. Gestützt werden dürfte diese Erholung durch steigende Realeinkommen, die sich aus einer niedrigeren Inflation, höheren Löhnen und besseren Terms of Trade ergeben. Darüber hinaus dürfte die Nachfrage nach Exporten des Euroraums in den kommenden Quartalen zunehmen und der dämpfende Effekt vergangener Zinsanstiege im Zeitverlauf allmählich nachlassen.

Das Wachstum des realen BIP im Euroraum blieb im vierten Quartal 2023 unverändert, sodass die Wirtschaftstätigkeit das fünfte Quartal in Folge im Großen und Ganzen stagnierte.²

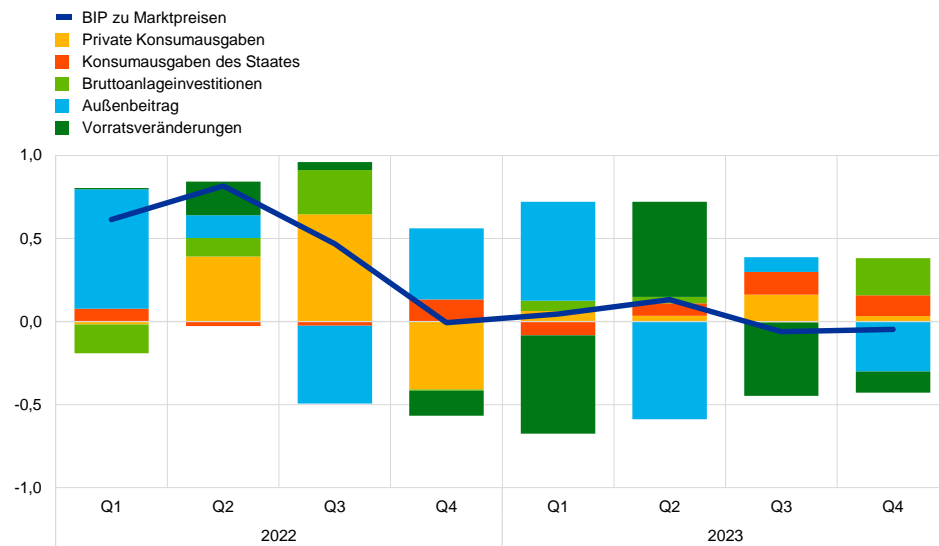
Dementsprechend belief sich das (nicht arbeitstäglich bereinigte) BIP-Wachstum im Jahr 2023 auf moderate 0,4 %, verglichen mit 3,4 % im Jahr davor. Die Binnennachfrage leistete im vierten Quartal 2023 einen positiven, der Außenhandel hingegen einen negativen Wachstumsbeitrag; von den Vorratsveränderungen ging ein leicht dämpfender Effekt aus (siehe Abbildung 3). Das Ergebnis für den Euroraum und die Zusammensetzung des Wachstums wurden durch einen kräftigen Rückgang des irischen BIP (-3,4 % im vierten Quartal 2023) beeinflusst. Dieser Rückgang war der Entwicklung in Sektoren geschuldet, die von multinationalen Unternehmen dominiert werden. Ohne Irland gerechnet lag das euroraumweite BIP-Wachstum im Schlussquartal 2023 bei 0,1 %. Zudem wurden in den größten Volkswirtschaften des Eurogebiets deutlich unterschiedliche Wachstumsraten verzeichnet: In Spanien stieg das BIP um 0,6 %, in den Niederlanden um 0,3 %, in Italien um 0,2 % und in Frankreich um 0,1 %. In Deutschland sank das BIP hingegen um 0,3 %.

² Laut der am 19. April 2024 von Eurostat veröffentlichten aktualisierten Schätzung ging das reale BIP des Euroraums im vierten Quartal 2023 um 0,1 % zurück. Die Schätzung lag bei Redaktionsschluss dieser Ausgabe des Wirtschaftsberichts noch nicht vor.

Abbildung 3

Wachstum des realen BIP und seiner Komponenten im Euroraum

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

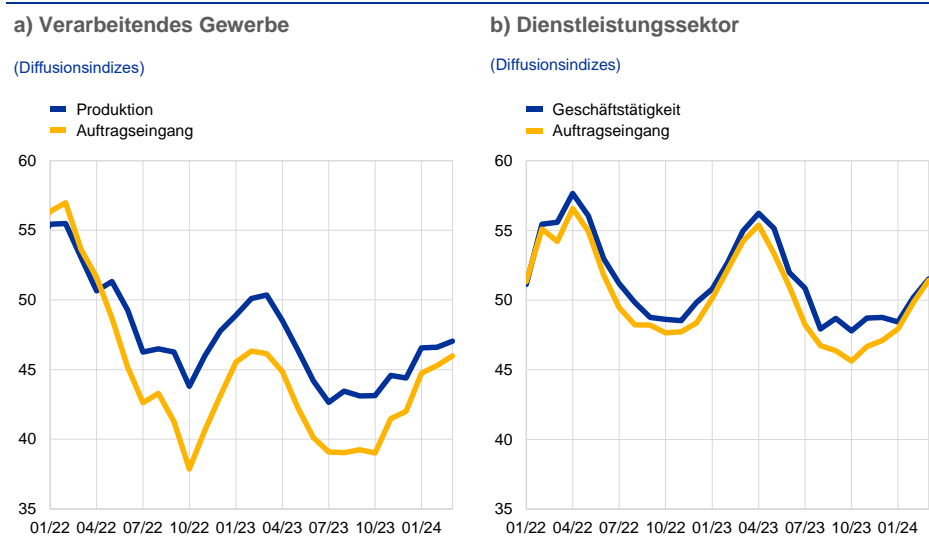
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023.

Die verfügbaren Indikatoren lassen auf ein anhaltend schwaches Wachstum im ersten Quartal 2024 schließen. Umfragen deuten jedoch auf eine allmähliche konjunkturelle Erholung im Verlauf dieses Jahres hin, die in erster Linie von den Dienstleistungen ausgeht.

Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor verbesserte sich im ersten Quartal 2024 von Monat zu Monat. Im März erreichte er 50,3 Punkte und lag damit knapp oberhalb der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Dies deutet darauf hin, dass die Wirtschaft des Euroraums im ersten Quartal wohl weiter stagnierte. Gleichzeitig sind aber auch erste Anzeichen dafür zu erkennen, dass die Talsohle durchschritten ist. Der Anstieg des EMI im März war vor allem auf die kräftige Ausweitung der Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor zurückzuführen (siehe Abbildung 4). Der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe zeigte im März zwar eine positive Dynamik, blieb aber unterhalb der Wachstumsschwelle. Somit dürfte vom verarbeitenden Gewerbe im ersten Jahresviertel nach wie vor eine Bremswirkung auf die Wirtschaftsleistung im Euroraum ausgegangen sein. Die wesentlichen Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen lassen auf einen schwachen Jahresauftakt insbesondere im verarbeitenden Gewerbe schließen. Einige Branchen waren dabei von Streiks und Verzögerungen im Seefrachtverkehr betroffen. Gleichwohl gibt es auch Berichte über ein Ende des jüngsten Lagerabbauzyklus und eine wieder etwas anziehende Nachfrage nach gewerblichen Erzeugnissen (siehe Kasten 5). Untermauert werden diese Anzeichen einer anstehenden leichten Belebung der Wachstumsdynamik durch den im März verzeichneten Anstieg des von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikators der wirtschaftlichen Einschätzung; im Januar und Februar war dieser Indikator noch zurückgegangen. Die Stimmungsverbesserung war über alle Sektoren hinweg zu beobachten. Auch der EMI für die Erwartungen zur künftigen Geschäftstätigkeit (in zwölf Monaten) nahm weiter zu und erreichte im

März seinen Durchschnittswert aus der Zeit vor der Pandemie. Daraus lässt sich ablesen, dass die Einkaufsmanager im laufenden Jahr immer noch mit einer kontinuierlichen wirtschaftlichen Erholung rechnen.

Abbildung 4
Einkaufsmanagerindex (EMI) für einzelne (Teil-)Sektoren



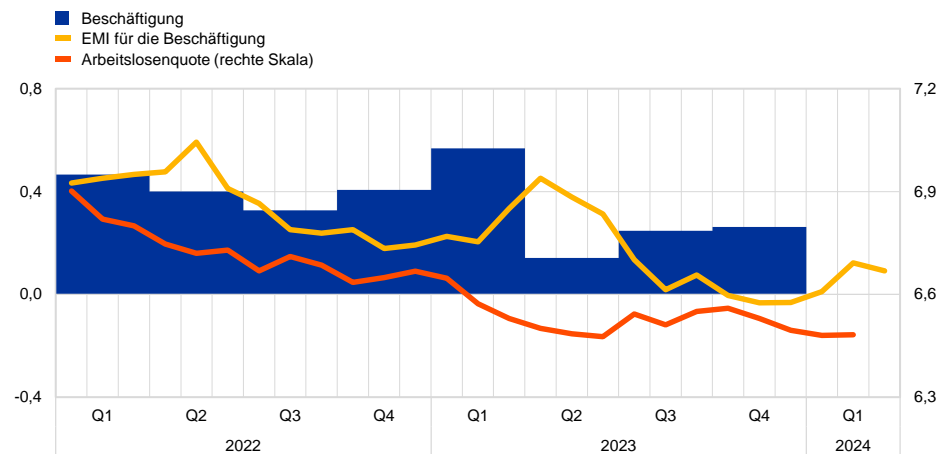
Quelle: S&P Global Market Intelligence.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2024.

Die Arbeitslosenquote liegt auf ihrem niedrigsten Niveau seit Einführung des Euro. Zugleich entspannt sich die Lage am Arbeitsmarkt weiterhin allmählich, und die Zahl der offenen Stellen sinkt. Vor dem Hintergrund einer Zunahme der Erwerbsbeteiligung und des Bevölkerungswachstums erhöhte sich die Beschäftigung im vierten Quartal 2023 um 0,3 %. Die Zahl der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden je Erwerbstätigen verringerte sich unterdessen leicht um 0,1 %, nachdem sie im dritten Quartal um 0,3 % gesunken war. Der Beschäftigungszuwachs ging somit nicht mit einem Anstieg der Arbeitsstunden einher. Während die Zahl der Erwerbspersonen weiter zunahm, blieb die Arbeitslosenquote auf ihrem niedrigsten Stand seit Einführung des Euro. Sie belief sich im Februar 2024 auf 6,5 % und war damit gegenüber Januar unverändert (siehe Abbildung 5). Aktuelle Konjunkturindikatoren, darunter der EMI für die Beschäftigung im Euroraum, deuten nach wie vor auf ein moderates Beschäftigungswachstum im ersten Quartal 2024 hin. Im März lag der EMI für die Beschäftigung bei 50,9 Punkten und damit knapp oberhalb der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Was die einzelnen Sektoren betrifft, so ist der Index für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe gesunken, im Dienstleistungssektor aber erneut leicht gestiegen. Zwar hat sich der EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor im ersten Quartal 2024 gegenüber dem vierten Quartal 2023 geringfügig verbessert, weist aber seit April 2023 insgesamt einen Abwärtstrend auf.

Abbildung 5

Beschäftigung, EMI für die Beschäftigung und Arbeitslosenquote im Euroraum

(linke Skala: Veränderung gegen Vorquartal in %, Diffusionsindex; rechte Skala: in % der Erwerbspersonen)



Quellen: Eurostat, S&P Global Market Intelligence und EZB-Berechnungen.

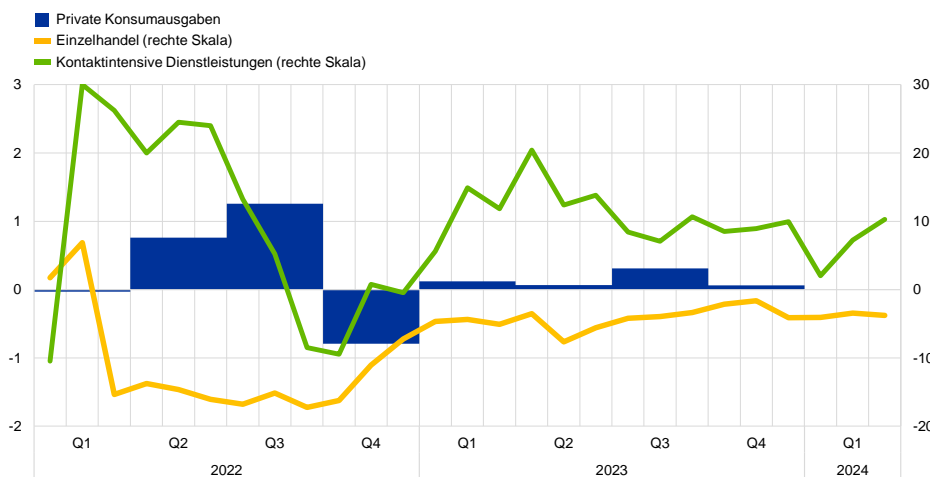
Anmerkung: Die beiden Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken Quartalswerte dar. Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023 (Beschäftigung), März 2024 (EMI für die Beschäftigung) bzw. Februar 2024 (Arbeitslosenquote).

Die privaten Konsumausgaben nahmen Ende 2023 nur geringfügig zu und dürften auch im ersten Quartal 2024 aufgrund des anhaltend gedämpften Warenkonsums schwach geblieben sein. Hinter dem geringen Wachstum im vierten Quartal 2023 (0,1 % gegenüber dem Vorquartal) verbirgt sich ein marginaler Anstieg des Dienstleistungskonsums sowie ein erneut rückläufiger Warenkonsum. Aktuelle Daten signalisieren auch für das erste Quartal 2024 eine insgesamt schwache Entwicklung der Ausgaben für Waren. Die Einzelhandelsumsätze und der Pkw-Absatz entwickeln sich nach wie vor gedämpft. Beide Positionen lagen im Durchschnitt der Monate Januar und Februar unter ihrem Wert vom Schlussquartal des Vorjahres. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Verbraucher verbesserte sich im März weiter, liegt aber immer noch etwas unter seinem langfristigen Durchschnitt. Die von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikatoren für die Erwartungen zur Geschäftstätigkeit im Einzelhandel bzw. für die Erwartungen der Verbraucher hinsichtlich größerer Anschaffungen blieben auch im März verhalten. Die erwartete Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen stieg dagegen weiter an und lag abermals im positiven Bereich (siehe Abbildung 6). Die Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen vom Februar lässt weiterhin darauf schließen, dass sich die erwartete Nachfrage nach Urlaubsreisen robust entwickelt und die Konsumneigung bei Gebrauchsgütern allmählich zunimmt. Der Arbeitsmarkt hat sich bislang als widerstandsfähig erwiesen. Im Zuge der sinkenden Inflation und des kräftigen Wachstums der Nominallohne erhöhten sich die real verfügbaren Einkommen im vierten Quartal 2023. Im Jahresverlauf 2024 dürfte eine weitere Verbesserung der Kaufkraft der Wirtschaft mehr und mehr Auftrieb verleihen und die Erholung der Konsumausgaben stützen.

Abbildung 6

Private Konsumausgaben, Geschäftserwartungen für den Einzelhandel und erwartete Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Salden in %)



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

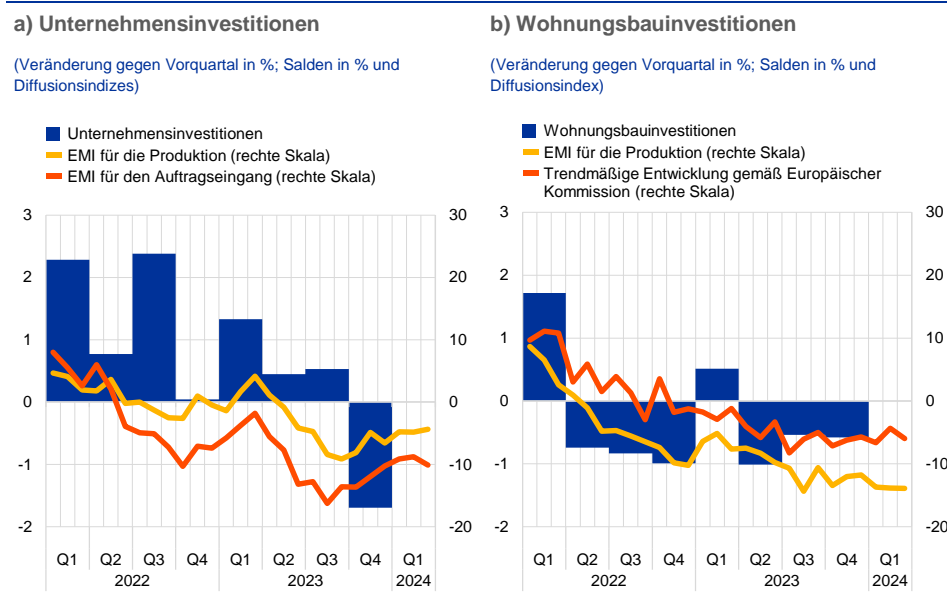
Anmerkung: Die Geschäftserwartungen für den Einzelhandel und die erwartete Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen in den nächsten drei Monaten sind als prozentuale Salden dargestellt. Kontaktintensive Dienstleistungen umfassen Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie sowie Reiseverkehr. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023 (private Konsumausgaben) bzw. März 2024 (Geschäftserwartungen für den Einzelhandel und erwartete Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen).

Die Unternehmensinvestitionen sanken im vierten Quartal 2023 deutlich und dürften auch zu Beginn des laufenden Jahres schwach gewesen sein. Die

Investitionen ohne Bauten (unter Ausschluss der immateriellen Investitionen in Irland) gingen im vierten Quartal 2023 um 1,7 % gegenüber dem Vorquartal zurück (siehe Abbildung 7, Grafik a). Zurückzuführen war dies auf eine starke Abnahme der Ausrüstungsinvestitionen (vor allem in Deutschland) sowie auf einen allgemeineren Rückgang der Investitionen in Fahrzeuge. Die Investitionen dürften im ersten Quartal 2024 schwach geblieben sein. Die Industrieproduktion im Investitionsgütersektor (ohne Irland) verringerte sich im Januar erheblich um 2,6 % gegenüber dem Vorquartal. Das Vertrauen unter den Investitionsgüterproduzenten sank im ersten Quartal, da die Produktion, die Auftragsbestände und der Auftragseingang laut den EMI-Daten weiterhin deutlich im negativen Bereich lagen und die Finanzierungsbedingungen restriktiv waren. Die [Umfrage zum Kreditgeschäft](#) vom April 2024 und die [Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln](#), die beide von der EZB durchgeführt werden, deuten für das erste Quartal 2024 auf eine anhaltend schwache Entwicklung der Anlageinvestitionen hin. Der Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen lässt darauf schließen, dass die Investitionen im ersten Halbjahr 2024 niedrig bleiben dürften, sich aber entsprechend der erwarteten Nachfragebelebung im weiteren Jahresverlauf wieder erhöhen sollten (siehe Kasten 5). Außerdem sollten auch die verzögerten Auszahlungen von Mitteln aus dem Programm „Next Generation EU“ (NGEU) dazu beitragen, dass zusätzliche Unternehmensinvestitionen für den ökologischen und den digitalen Wandel mobilisiert werden.

Abbildung 7

Entwicklung der realen Investitionen und Umfrageergebnisse



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, S&P Global Market Intelligence und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken Quartalswerte dar. Die EMIs sind als Abweichung von 50 Indexpunkten ausgedrückt. In Grafik a) werden die Unternehmensinvestitionen anhand der Investitionen ohne Bauten gemessen (unter Ausschluss der immateriellen Investitionen in Irland). Die Linien beziehen sich auf die Antworten der Unternehmen aus dem Investitionsgütersektor. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023 (Unternehmensinvestitionen) bzw. März 2024 (EMIs). In Grafik b) stellt die Linie für den von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikator der trendmäßigen Entwicklung die Einschätzung des konjunkturellen Trends im Hochbau im Vergleich zu den vorangegangenen drei Monaten dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023 (Wohnungsbauinvestitionen) bzw. März 2024 (Umfrage der Europäischen Kommission und EMIs).

Die Wohnungsbauinvestitionen sanken im vierten Quartal 2023 erneut und dürften im ersten Quartal 2024 abermals zurückgegangen sein.

Im vierten Quartal 2023 verringerten sich die Wohnungsbauinvestitionen um 0,6 %. Im Gesamtjahr 2023 sanken sie um 2,3 %. Gegenüber dem Durchschnittswert vom vierten Quartal 2023 nahm die Produktion im Hochbau im Januar 2024 um 1,5 % ab. Zudem lagen die umfragebasierten Aktivitätsmessgrößen, etwa der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der Bautätigkeit im Hochbau in den vergangenen drei Monaten und der EMI für die Produktion im Wohnungsbau, bis März weiter im kontraktiven Bereich (siehe Abbildung 7, Grafik b). Aus den Ergebnissen der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission zu den Hemmnissen für die Bautätigkeit geht hervor, dass die Unternehmen im ersten Quartal 2024 häufiger eine unzureichende Nachfrage als Hemmnis anführten als im Schlussquartal 2023. Dieser Faktor wurde erneut am häufigsten genannt, gefolgt vom Arbeitskräftemangel. Die Zahl der Baugenehmigungen für Wohngebäude erhöhte sich im vierten Quartal 2023 leicht, nachdem sie sechs Quartale in Folge gesunken war. Insgesamt deuten diese Entwicklungen darauf hin, dass die Dynamik der Wohnungsbauinvestitionen in nächster Zeit schwach bleiben dürfte, was mit der verhaltenen Vergabe von Wohnungsbaukrediten im Einklang steht. Die trüben Aussichten für die Wohnungsbauinvestitionen hängen mit dem seit Beginn des jüngsten geldpolitischen Straffungszyklus verzeichneten erheblichen Anstieg der Kosten für das Eigentum an und die Nutzung von Wohnimmobilien zusammen, der die Nachfrage nach Wohnimmobilien weiterhin belasten dürfte (siehe Kasten 4). Die höhere Belastung

der privaten Haushalte durch Wohnkosten lässt sich auch aus den Ergebnissen der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen ablesen, aus denen hervorgeht, dass im Vergleich zu 2023 mehr private Haushalte damit rechneten, im ersten Quartal 2024 bei ihrer Miete, ihren Hypothekenzahlungen oder der Zahlung ihrer Nebenkosten in Verzug zu geraten (siehe Kasten 3).

Bei den Exporten des Euroraums zeichnet sich allmählich eine Erholung ab.

Das Volumen der Warenausfuhr in Länder außerhalb des Eurogebiets erhöhte sich im Januar 2024 gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum um 0,6 %. Grund hierfür war unter anderem die Erholung der globalen Nachfrage. Vor dem Hintergrund sinkender Energiepreise und der abklingenden Effekte der im vergangenen Jahr beobachteten Euro-Aufwertung haben auch manche Herausforderungen hinsichtlich der preislichen Wettbewerbsfähigkeit schrittweise nachgelassen, was sich zusätzlich stützend auf das Exportwachstum ausgewirkt hat. Aus zukunftsgerichteten Indikatoren ist sowohl für die Waren- als auch für die Dienstleistungsexporte abzulesen, dass sich die Erholung der Ausfuhren – wenn auch in verhaltenem Umfang – auf kurze Sicht fortsetzen könnte. Das Volumen der Wareneinfuhr aus Ländern außerhalb des Euroraums verringerte sich im Vergleich zum vorangegangenen Dreimonatszeitraum erneut (um 1,9 %). Zurückzuführen ist dies auf die anhaltend schwache Konjunktur und einen Lagerabbau im Eurogebiet.

Alles in allem wird nach wie vor damit gerechnet, dass sich die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum trotz eines schwachen Jahresauftakts im Verlauf des Jahres 2024 verbessern wird.

Das BIP-Wachstum dürfte sich allmählich erhöhen, da der Rückgang der Inflation und ein robustes Lohnwachstum den Erwartungen zufolge einen weiteren Anstieg der real verfügbaren Einkommen und somit der privaten Konsumausgaben unterstützen. Außerdem sollten die Exporte des Euroraums im Zuge der Verbesserung des Weltwirtschaftswachstums zunehmen. Überdies sollte von der Geldpolitik mit der Zeit eine geringere Bremswirkung auf die Nachfrage ausgehen.

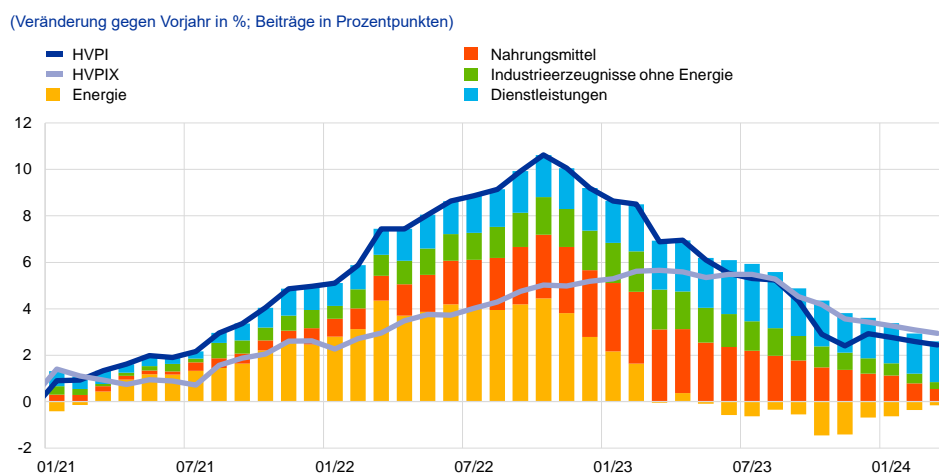
3 Preise und Kosten

Die Gesamtinflation im Euroraum ging von 2,6 % im Februar 2024 auf 2,4 % im März zurück. Die Teuerung ohne Energie und Nahrungsmittel verringerte sich, und zwar von 3,1 % im Februar auf 2,9 % im März. Maßgeblich hierfür war ein geringerer Preisauftrieb bei Waren, denn die Teuerung bei den Dienstleistungen lag unverändert auf hohem Niveau. Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation waren rückläufig, womit sich der Eindruck eines allmählich nachlassenden Preisdrucks bestätigte. Das Lohnwachstum schwächte sich im vierten Quartal 2023 ab. Während der Anstieg der Lohnstückkosten hoch blieb – was zum Teil auf das geringe Produktivitätswachstum zurückzuführen war –, fingen die Unternehmen einen Teil der gestiegenen Arbeitskosten über ihre Gewinne auf. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen bei rund 2 %, während jene der kürzerfristigen Inflationserwartungen gesunken sind.

Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge fiel die HVPI-Gesamtinflation im Euroraum von 2,6 % im Februar 2024 auf 2,4 % im März (siehe Abbildung 8).

Hinter dieser Abnahme standen niedrigere Preissteigerungsraten für Nahrungsmittel und Industrieerzeugnisse ohne Energie. Der Disinflationprozess der Gesamtinflation setzt sich schrittweise fort. Diese Entwicklung spiegelt den nachlassenden Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln und Industrieerzeugnissen ohne Energie wider. Die niedrigere Wachstumsrate der Industrieerzeugnisse ohne Energie ist eine Folge des kontinuierlich sinkenden Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette, obwohl in Bezug auf die Teuerungsrate für Energie ein gewisser Anstieg verzeichnet wird, der zum Großteil durch Basiseffekte bedingt ist.

Abbildung 8
Gesamtinflation und Beiträge der Hauptkomponenten



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2024 (Schnellschätzung).

Die Preissteigerungsrate bei Energie ist zwar nach wie vor negativ, erhöhte sich aber von -3,7 % im Februar auf -1,8 % im März. Hauptursachen hierfür waren ein aufwärtsgerichteter Basiseffekt und ein geringer Effekt des Auslaufens der

Ausgleichsmaßnahmen. Letzterer spiegelt zum Teil die verschobene Rücknahme der Mehrwertsteuersenkung für Gas und Wärmeenergie in Deutschland wider.

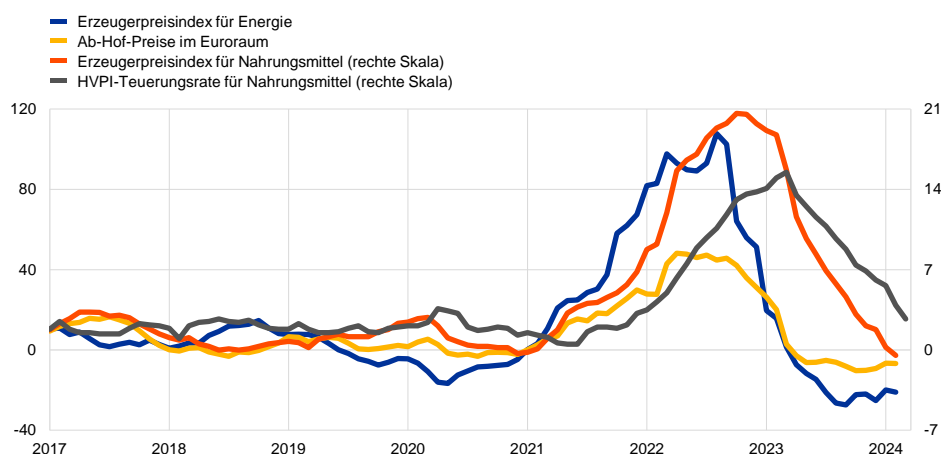
Die Inflation bei Nahrungsmitteln schwächte sich weiter ab und sank von 3,9 % im Februar auf 2,7 % im März (siehe Abbildung 9). Bei beiden Hauptkomponenten (verarbeitete und unverarbeitete Nahrungsmittel) wurde ein Absinken der Vorjahresrate beobachtet, das aber im Fall der unverarbeiteten Nahrungsmittel kräftiger ausfiel. Bei den verarbeiteten Nahrungsmitteln sank die Teuerungsrate von 4,5 % im Februar auf 3,6 % im März. Diese Abnahme ist auf einen Rückgang der Preise für Energie und Nahrungsmittelrohstoffe wie beispielsweise der Ab-Hof-Preise im Euroraum zurückzuführen. Die jährliche Teuerungsrate für unverarbeitete Nahrungsmittel fiel deutlich, und zwar von 2,1 % im Februar auf -0,4 % im März. Diese Entwicklung war auch durch einen negativen Basiseffekt im Zusammenhang mit den kräftigen Preissteigerungen im Vorjahr bedingt.

Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) verringerte sich weiter von 3,1 % im Februar auf 2,9 % im März. Was die Komponenten anbelangt, so ging der Preisauftrieb bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie von 1,6 % auf 1,1 % zurück, da der Einfluss vergangener Schocks allmählich nachließ. Die Teuerung im Dienstleistungssektor lag im März den fünften Monat in Folge unverändert bei 4,0 %. Die vergleichsweise höhere Inflationspersistenz bei den Dienstleistungen steht im Einklang mit dem kräftigen Lohnwachstum und der größeren Bedeutung von Arbeitskosten bei der Erbringung von Dienstleistungen.

Abbildung 9

Kosten für Energie- und Nahrungsmittelvorleistungen sowie Nahrungsmittelpreise im HVPI

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2024 (Schnellschätzung der HVPI-Teuerungsrate für Nahrungsmittel) bzw. Februar 2024 (übrige Angaben).

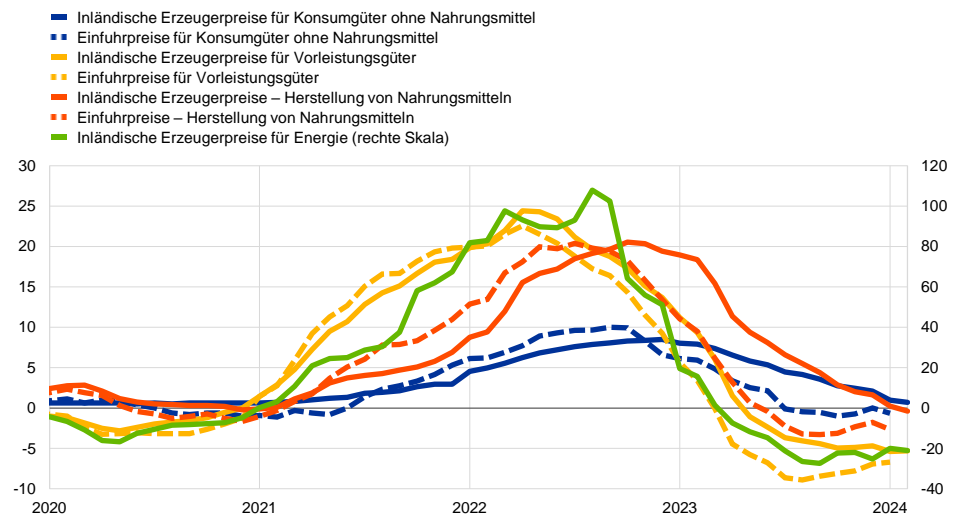
Der Preisdruck auf der Erzeugerstufe war in allen wichtigen Warengruppen weiter rückläufig (siehe Abbildung 10). Auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette lag die Änderungsrate der Erzeugerpreise für im Inland verkaufte Vorleistungsgüter nach wie vor im negativen Bereich (-5,3 % im Februar nach -5,4 % im Januar). Auf den nachgelagerten Stufen verringerte sich die

Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel weiter. Sie sank von 1,0 % im Januar auf 0,7 % im Folgemonat und lag damit auf dem niedrigsten Stand seit Februar 2021. Auch die Erzeugerpreise für gewerbliche Konsumgüter wiesen eine Abwärtstendenz auf und kehrten sich ins Negative (-0,4 % im Februar nach 0,2 % im Januar), wodurch bestätigt wurde, dass der auf den vorgelagerten Stufen vorhandene Preisdruck bei den Konsumgütern allgemein schrittweise nachlässt. Die Jahreswachstumsraten der Einfuhrpreise liegen seit Mitte 2023 im negativen Bereich. Sie nähern sich den entsprechenden Raten der inländischen Erzeugerpreise an und tragen so zum Nachlassen des Preisdrucks bei.

Abbildung 10

Indikatoren des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2024 (Einfuhrpreise) bzw. Februar 2024 (inländische Erzeugerpreise).

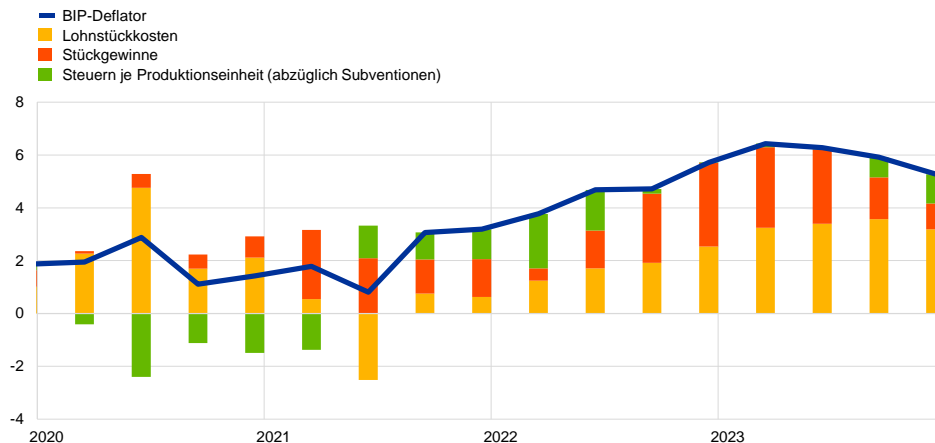
Der am Anstieg des BIP-Deflators gemessene inländische Kostendruck verringerte sich im vierten Quartal 2023 auf 5,3 % nach 5,9 % im Vorquartal. Grund hierfür waren geringere Beiträge der Stückgewinne und der Lohnstückkosten (siehe Abbildung 11).

Die Jahreswachstumsrate des BIP-Deflators, die mit 6,4 % im ersten Quartal 2023 ihren Höchststand erreicht hatte, verringerte sich weiter. Der im vierten Quartal 2023 verzeichnete Rückgang war hauptsächlich auf ein geringeres Wachstum der Stückgewinne zurückzuführen, deren Beitrag nach 1,6 Prozentpunkten im dritten Quartal nun bei 1,0 Prozentpunkten lag. Ebenso war der Anteil der Lohnstückkosten erneut rückläufig und mit 3,2 Prozentpunkten geringer als im Vorquartal (3,6 Prozentpunkte). Dennoch tragen die Arbeitskosten nach wie vor am stärksten zum inländischen Preisdruck bei. Der Anteil der Steuern je Produktionseinheit (abzüglich Subventionen) stieg unterdessen leicht von 0,8 Prozentpunkten auf 1,1 Prozentpunkte.

Abbildung 11

Aufschlüsselung des BIP-Deflators

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer trägt positiv zu den Veränderungen der Lohnstückkosten bei, während von der Arbeitsproduktivität ein negativer Beitrag ausgeht.

Der Lohndruck ließ Ende 2023 etwas nach und dürfte sich 2024 weiter

abschwächen. Die aktuellen Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023 und zeigen einen Rückgang der Jahreswachstumsrate der Tarifverdienste auf 4,5 % an, verglichen mit 4,7 % im dritten Quartal 2023. Das tatsächliche Lohnwachstum verringerte sich im vierten Quartal 2023 sowohl gemessen am Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer als auch am Arbeitnehmerentgelt je Stunde. Die Änderungsraten dieser beiden Indikatoren sanken auf 4,6 % bzw. 4,4 %, nachdem sie im dritten Quartal bei 5,1 % bzw. 5,0 % gelegen hatten. Die zukunftsorientierten Indikatoren für die Lohnentwicklung signalisieren einen weiterhin hohen, aber nachlassenden Lohndruck. Die seit Ende letzten Jahres verfügbar gewordenen Angaben zu Tarifvereinbarungen ließen darauf schließen, dass sich der durchschnittliche Anstieg der Tarifverdienste 2024 in allen derzeit geltenden Tarifverträgen einschließlich Einmalzahlungen verringerte, und zwar von 4,4 % zur Zeit der Januar-Sitzung des EZB-Rats auf 4,2 % zur Zeit der März-Sitzung bzw. auf 4,1 % zur Zeit der April-Sitzung.³

Die umfragebasierten Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen und die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs lagen zumeist bei rund 2,0 %, womit sie weitgehend stabil blieben (siehe Abbildung 12).

Gemäß dem Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB für das zweite Quartal 2024 und der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (SMA-Umfrage) vom März 2024 beliefen sich die durchschnittlichen längerfristigen Inflationserwartungen (für 2028) auf 2,0 %. Die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs (die auf dem HVPI ohne Tabakwaren basieren) tendierten am längeren Ende der Zinsstrukturkurve leicht nach oben. Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren lag bei rund 2,3 %. Diese marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs enthalten

³ Einzelheiten zur Methodik finden sich in: L. Górnicka und G. Koester (Hrsg.), [A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 338, 2024.

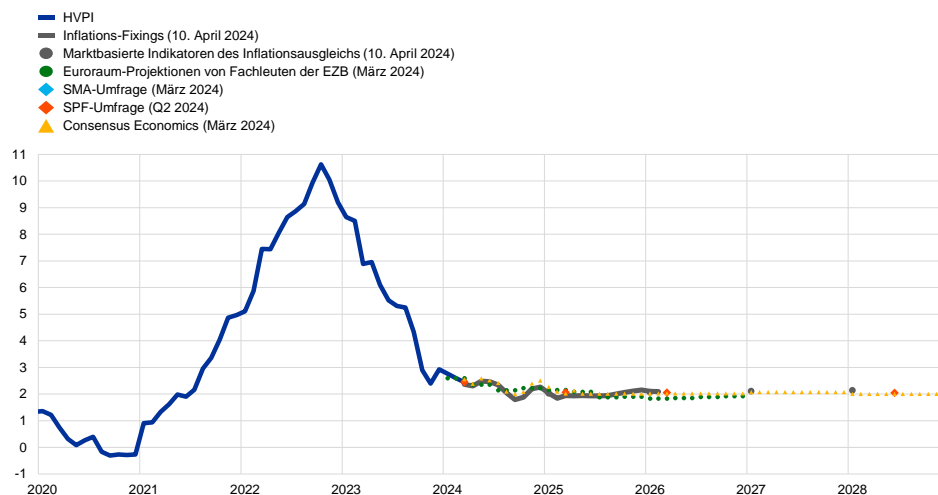
Inflationsrisikoprämien und stellen daher kein direktes Maß für die tatsächlichen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer dar. Modellbasierte Schätzungen der tatsächlichen Inflationserwartungen ohne Inflationsrisikoprämien lassen indes darauf schließen, dass die Marktteilnehmer auf längere Sicht eine Inflationsrate von rund 2,0 % erwarten. Die marktbasieren Messgrößen der kurzfristigen Inflationsentwicklung im Euroraum legen den Schluss nahe, dass die Anleger für 2024 einen weiteren Rückgang der Teuerung auf durchschnittlich 2,0 % in der zweiten Jahreshälfte erwarten. Der einjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in einem Jahr war im Berichtszeitraum mit 2,1 % weitgehend unverändert. Was die Verbraucherseite anbelangt, so lag der Median der Erwartungen für die Gesamtinflation in den kommenden zwölf Monaten (laut Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (CES-Umfrage) vom Februar 2024) bei 3,1 % nach 3,3 % im Januar. Die Erwartungen für die Inflation in drei Jahren waren indes mit 2,5 % unverändert.

Abbildung 12

Gesamtinflation sowie Inflationsprojektionen und -erwartungen

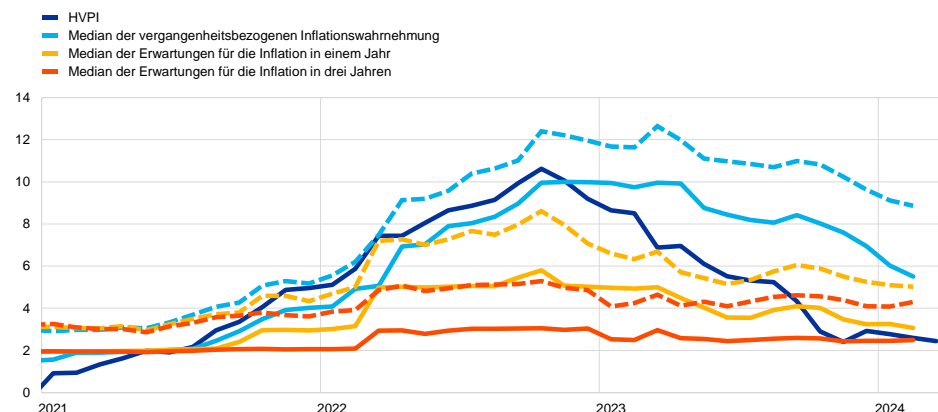
a) Gesamtinflation, umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen, Inflationsprojektionen und marktbasierter Indikatoren des Inflationsausgleichs

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



b) Gesamtinflation und Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, CES-Umfrage, SPF-Umfrage, SMA-Umfrage, Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom März 2024 und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Zeitreihe der marktbasierter Indikatoren des Inflationsausgleichs basiert auf der einjährigen Kassa-Inflationsrate, dem einjährigen Terminalsatz in einem Jahr, dem einjährigen Terminalsatz in zwei Jahren und dem einjährigen Terminalsatz in drei Jahren. Die Angaben zu den marktbasierter Indikatoren des Inflationsausgleichs beziehen sich auf den 7. März 2024. Inflations-Fixings sind Swap-Kontrakte, die an bestimmte monatliche Veröffentlichungen der jährlichen HVPI-Inflationsrate ohne Tabakwaren im Euroraum gekoppelt sind. Die SPF-Umfrage für das zweite Quartal 2024 wurde vom 18. bis zum 21. März 2024 durchgeführt. Stichtag für die langfristigen Prognosen von Consensus Economics war Januar 2024. Bei der CES-Umfrage stellen die gestrichelten Linien den Mittelwert und die durchgezogenen Linien den Median dar. Für die in den Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB enthaltenen Daten war der Stichtag der 9. Februar 2024. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2024 (Schnellschätzung des HVPI) bzw. Februar 2024 (CES-Umfrage).

4 Finanzmarktentwicklungen

Die Finanzmärkte des Euroraums entwickelten sich im Berichtszeitraum (7. März 2023 bis 10. April 2024) relativ verhalten. Der Fokus der Märkte lag nach wie vor auf dem Tempo der Disinflation und dem möglichen Zeitpunkt geldpolitischer Anpassungen. Nach dem weithin erwarteten Beschluss des EZB-Rats vom März 2024, die Leitzinsen unverändert zu belassen, veränderte sich die risikofreie Zinsstrukturkurve im Eurogebiet am kurzen Ende kaum. Darin spiegelte sich eine Festigung der Erwartungen der Marktteilnehmer wider, dass die EZB die Leitzinsen im April unverändert belassen und die erste Zinssenkung auf der Juni-Sitzung vornehmen werde. Mit Blick auf die weitere Zukunft ging die aus Optionen abgeleitete Volatilität der Leitzinserwartungen zwar zurück, blieb aber auf einem erhöhten Niveau. Die Staatsanleiherenditen entwickelten sich im gesamten Euroraum weitgehend im Einklang mit den leicht gestiegenen risikofreien Zinssätzen, wobei sich die Renditeabstände von Staatsanleihen insgesamt etwas ausweiteten. Die Aktienkurse im Euroraum, vor allem jene von finanziellen Kapitalgesellschaften, verzeichneten in Anbetracht der weltweit günstigen Risikostimmung und der daraus resultierenden Verringerung der Aktienrisikoprämie ein Plus. Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen im Euroraum wiesen eine gewisse Divergenz auf. So verkleinerten sie sich bei Investment-Grade-Anleihen geringfügig, während sie sich im Hochzinssegment angesichts der stagnierenden Wirtschaftsentwicklung ausweiteten. Der Euro blieb an den Devisenmärkten in handelsgewichteter Rechnung weitgehend stabil.

Die kurzfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum blieben ab der März-Sitzung des EZB-Rats über den gesamten Berichtszeitraum hinweg stabil. Der €STR (Euro Short-Term Rate) notierte im Berichtszeitraum im Schnitt bei 3,91 %. Die Überschussliquidität sank um rund 244 Mrd. € auf 3 255 Mrd. €. Gründe hierfür waren in erster Linie die Rückzahlung von Mitteln aus der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) sowie die Verringerung des Portfolios des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP), da das Eurosystem die Tilgungsbeträge der darin gehaltenen Wertpapiere bei Fälligkeit nicht mehr reinvestiert. Nach dem weithin erwarteten Beschluss des EZB-Rats vom März, die Leitzinsen unverändert zu belassen, blieb die auf dem €STR basierende Terminzinskurve für den Overnight Index Swap (OIS) im kurzen Laufzeitenbereich (bis zu ein Jahr) stabil. Die aus Optionen abgeleitete Volatilität der kurzfristigen Terminalsätze verringerte sich zwar, wies aber nach wie vor ein erhöhtes Niveau auf, da der Fokus der Märkte weiterhin auf dem Tempo der Disinflation und dem möglichen Zeitpunkt geldpolitischer Anpassungen lag. Alles in allem preisten die Märkte keinerlei Restwahrscheinlichkeit einer Leitzinssenkung im April 2024 mehr ein, und ihre Erwartungen, dass die erste Zinssenkung im Juni erfolgen könnte, festigten sich. Am Ende der Berichtsperiode hatten die Märkte eine Leitzinssenkung um 20 Basispunkte im Juni und Zinssenkungen von insgesamt 78 Basispunkten bis zum Jahresende 2024 eingepreist. Die längerfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum stiegen im Berichtszeitraum leicht an. So erhöhte sich der zehnjährige nominale risikofreie Zinssatz im Eurogebiet geringfügig auf 2,7 %, sodass am Ende ein Plus von insgesamt 10 Basispunkten für ihn zu Buche stand.

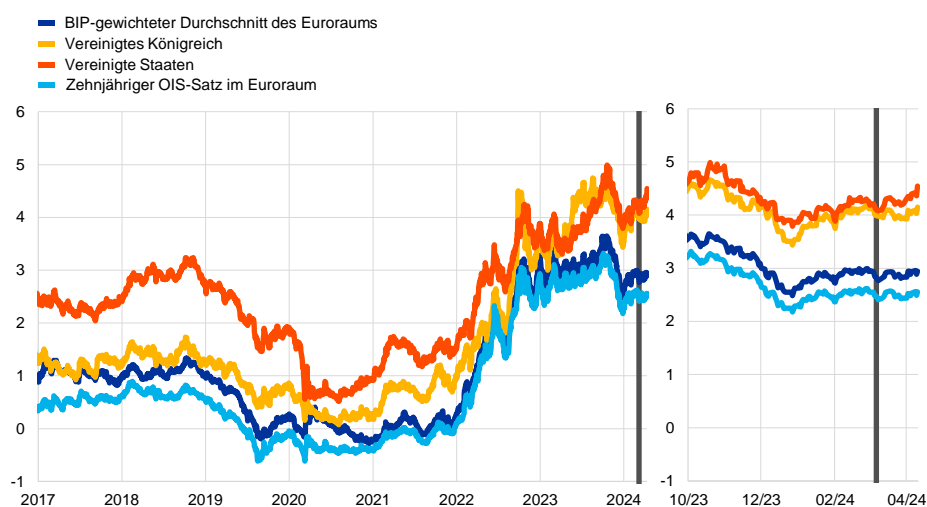
Die Renditen langfristiger Staatsanleihen bewegten sich weitgehend im Einklang mit den risikofreien Zinssätzen, wobei sich die Renditeabstände insgesamt etwas ausweiteten (siehe Abbildung 13). Am Ende des

Berichtszeitraums lag die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum bei rund 2,9 % und hatte sich damit gegenüber dessen Beginn um 14 Basispunkte erhöht. Mit Blick auf den Abstand zum zehnjährigen risikofreien Zinssatz bedeutete dies eine Ausweitung um 5 Basispunkte. Diese Ausweitung des BIP-gewichteten Renditeabstands spiegelte nicht nur die in den meisten Euro-Ländern beobachteten Spread-Entwicklungen wider, sondern war auch das Ergebnis eines rückläufigen negativen Renditeabstands bei deutschen Anleihen. Insgesamt hielten sich die Bewegungen der Renditeabstände von Staatsanleihen aus dem Eurogebiet im Berichtszeitraum in Grenzen, da der bislang rekordhohen Nettoemission im laufenden Jahr eine hohe Nachfrage seitens der Anleger gegenüberstand. Ähnlich wie im Euroraum erhöhte sich die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen im Vereinigten Königreich (um 16 Basispunkte), wobei das erreichte Niveau mit 4,2 % höher lag. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen stieg indessen deutlich an, und zwar um 46 Basispunkte auf 4,6 %.

Abbildung 13

Renditen zehnjähriger Staatsanleihen und €STR-basierter zehnjähriger OIS-Satz

(in % p. a.)



Quellen: London Stock Exchange Group (LSEG) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 7. März 2024. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 10. April 2024

Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen im Euroraum wiesen eine gewisse Divergenz auf. So verkleinerten sie sich bei Investment-Grade-Anleihen geringfügig, während sie sich im Hochzinssegment ausweiteten. Bis

zum Ende des Berichtszeitraums hatten sich die Renditeabstände bei Investment-Grade-Unternehmen leicht verringert. Damit setzten sie ihren Trend des vergangenen Jahres fort und entwickelten sich auch im Gleichlauf mit dem Markt für Unternehmensanleihen in den Vereinigten Staaten insgesamt. Im Hochzinssegment hingegen weiteten sich die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum aufgrund der stagnierenden Wirtschaftsentwicklung um 32 Basispunkte aus, lagen alles in allem aber weiterhin auf einem niedrigen Niveau.

Die Aktienkurse im Euroraum, vor allem jene von finanziellen Kapitalgesellschaften, verzeichneten in Anbetracht der weltweit günstigen Risikostimmung und der daraus resultierenden Verringerung der Aktienrisikoprämie ein Plus.

Angesichts der günstigen Risikostimmung legten die marktbreiten Aktienindizes im Eurogebiet im Berichtszeitraum um 1,1 % zu, wohingegen ihre Pendanten in den Vereinigten Staaten weitgehend stabil blieben. Im Euroraum wurden vor allem im Finanzsektor Kursgewinne verzeichnet. Mit ihrem guten Ergebnis kompensierten die Finanzwerte ihre schwache Entwicklung vom Jahresbeginn. Grund für diese Verbesserung war, dass die Bedenken hinsichtlich der Risikopositionen, die der Bankensektor insgesamt im Gewerbeimmobiliensektor hält, nachließen. Während die Kurse nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum unter dem Strich unverändert waren, legten die Kurse von Banken und sonstigen finanziellen Kapitalgesellschaften um 9,8 % bzw. 6,2 % zu. In den Vereinigten Staaten blieben die Börsennotierungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften ebenfalls unverändert. Die Kurse von Banken und sonstigen finanziellen Kapitalgesellschaften erhöhten sich dort indessen um 1,7 % bzw. 1,0 %.

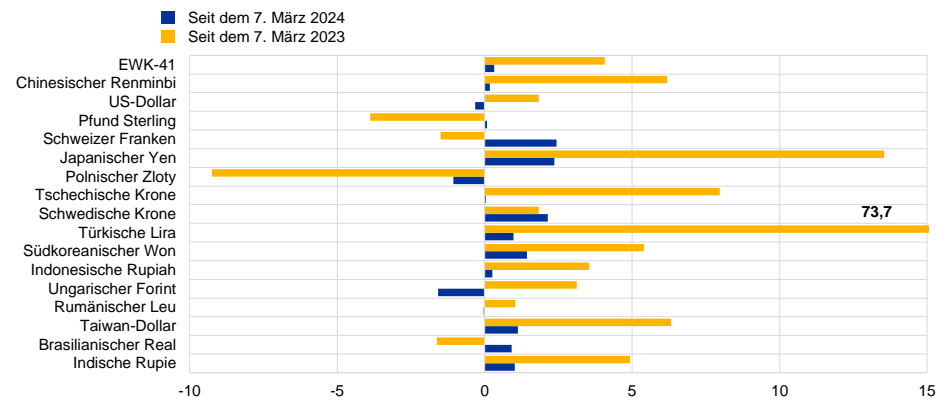
An den Devisenmärkten war der Euro in handelsgewichteter Rechnung weitgehend stabil (siehe Abbildung 14).

Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 41 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, veränderte sich Berichtszeitraum kaum (+0,3 %). Eine leichte Abwertung gegenüber dem US-Dollar (-0,3 %) wurde durch eine Aufwertung gegenüber anderen wichtigen Währungen mehr als ausgeglichen. Die Stabilität der Gemeinschaftswährung gegenüber dem US-Dollar folgte auf einen anfänglichen Aufwärtsdruck auf den US-Dollar, der durch die Erwartung der Märkte bedingt war, dass die Geldpolitik in den USA für längere Zeit restriktiver bleiben werde. Dieser Druck kehrte sich teilweise um, nachdem der Offenmarktausschuss der Fed den Märkten im März versichert hatte, im laufenden Jahr weiterhin Zinssenkungen in einem ähnlichen Tempo zu planen. Was die Entwicklung des bilateralen Wechselkurses gegenüber anderen wichtigen Währungen betrifft, so wertete der Euro gegenüber der schwedischen Krone um 2,1 % und gegenüber dem Schweizer Franken um 2,4 % auf. Letzteres war auf eine Leitzinssenkung der Schweizerischen Nationalbank zurückzuführen. Auch gegenüber dem japanischen Yen gewann der Euro an Wert (+2,4 %). Zwar hatte die Bank of Japan die Leitzinsen erhöht, doch war dies von den Märkten weithin erwartet worden.

Abbildung 14

Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(Veränderung in %)



Quelle: EZB-Berechnungen

Anmerkung: „EWK-41“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 41 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Eine positive Veränderung entspricht einer Aufwertung des Euro, eine negative Veränderung einer Abwertung. Stichtag für die Berechnung der prozentualen Veränderungen war der 10. April 2024.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

Der Indikator der Finanzierungskosten der Banken und die Zinsen für Bankkredite hielten sich im Februar 2024 auf einem hohen Niveau. Die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften waren im Zeitraum vom 7. März bis zum 10. April 2024 nahezu stabil, während sich die Finanzierung über Eigenkapital verbilligte. Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom April 2024 blieben die Richtlinien für Unternehmenskredite im ersten Quartal 2024 weitgehend unverändert. Die Kreditnachfrage der Unternehmen war stark rückläufig, wohingegen die Banken eine Erholung erwartet hatten. Die Gesamtkreditvergabe der Banken blieb im Februar schwach. Während sich die Jahreswachstumsrate der Unternehmenskredite moderat erhöhte, verharrten die Ausleihungen an private Haushalte weitgehend stabil auf einem Stand von knapp über null. In der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln für das erste Quartal 2024 gaben die Unternehmen an, dass ihr Bedarf an Bankkrediten leicht gesunken sei. Zugleich sei die Verfügbarkeit von Bankkrediten weniger stark zurückgegangen. Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge (M3) erhöhte sich, wies aber weiterhin ein niedriges Niveau auf. Gründe hierfür waren die hohen Opportunitätskosten, eine stagnierende Kreditvergabe und die Verkürzung der Bilanz des Eurosystems.

Die Finanzierungskosten der Banken im Euroraum waren im historischen Vergleich nach wie vor hoch.

Im Februar 2024 lag der Indikator der Fremdfinanzierungskosten gebietsansässiger Banken bei 2,08 % und damit geringfügig unter seinem im Oktober 2023 verzeichneten jüngsten Höchststand von 2,24 % (siehe Abbildung 15, Grafik a). Ausschlaggebend hierfür waren die anhaltende Verlagerung der Finanzierungsstruktur in Richtung teurerer Finanzierungsquellen sowie die im Februar leicht gestiegenen Renditen von Bankanleihen; allerdings zeigten sich zwischen den einzelnen Ländern erhebliche Unterschiede, und die Volatilität war erhöht (siehe Abbildung 15, Grafik b). Die Einlagenzinsen blieben weitgehend unverändert. Je nach Instrument und Sektor ergaben sich jedoch gewisse Unterschiede: Während die Zinssätze für täglich fällige Einlagen im Februar stabil blieben, gingen jene für Termineinlagen zurück. Hierdurch verringerte sich die große Zinsdifferenz zwischen diesen beiden Einlagenarten etwas. Unterdessen stiegen die Zinssätze für Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten erneut an.

Die Refinanzierung über Zentralbankgeld wird weiterhin reibungslos zurückgefahren, wodurch die Finanzierungskosten der Banken steigen.

Die Banken haben Mittel, die sie im Rahmen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) aufgenommen hatten, in großem Umfang zurückgezahlt. Dabei handelte es sich teils um Pflichtrückzahlungen, überwiegend aber um freiwillige Rückzahlungen. Am 27. März 2024 führten die Banken 251 Mrd. € zurück, die aus der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) stammten. Seit der am 23. November 2022 in Kraft getretenen Neukalibrierung der Bedingungen der GLRG-III-Geschäfte wurden damit insgesamt 1,972 Billionen € getilgt, was einer Verringerung der Bestände um

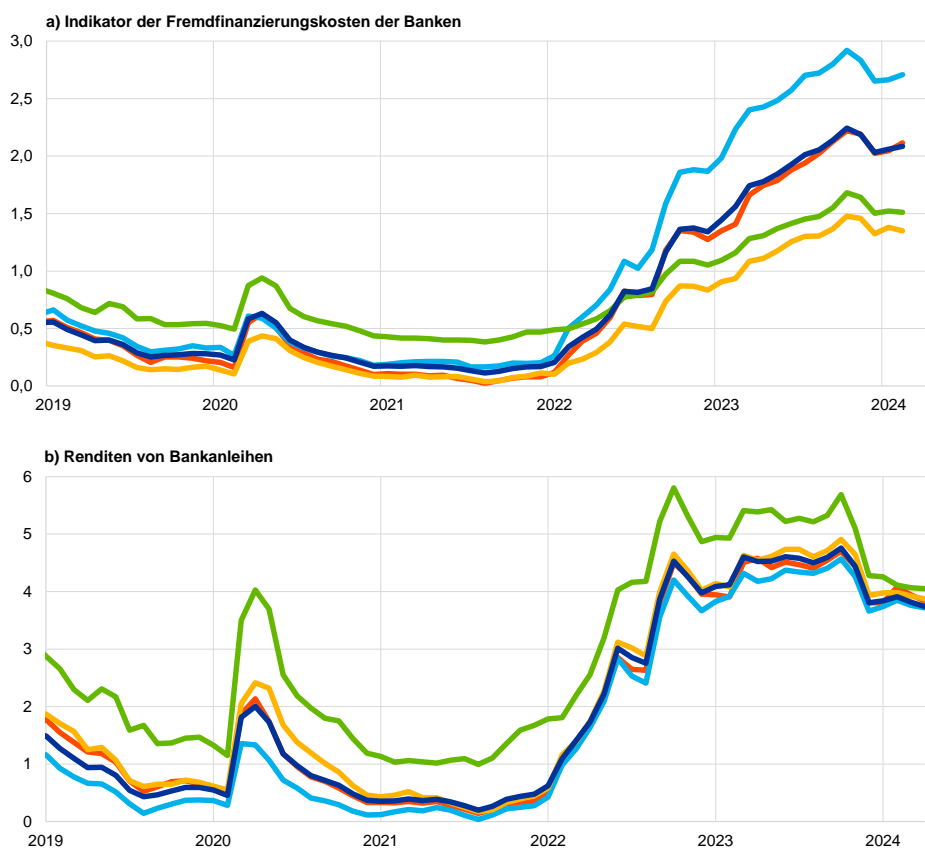
93 % entspricht.⁴ Vor dem Hintergrund des Auslaufens der GLRGs und der sinkenden Einlagenbestände haben die Banken verstärkt Anleihen emittiert, deren Rendite über den Einlagen- und Leitzinsen liegt.

Abbildung 15

Indikator der Finanzierungskosten der Banken in ausgewählten Ländern des Euroraums

(in % p. a.)

- Euroraum
- Deutschland
- Frankreich
- Italien
- Spanien



Quellen: EZB, S&P Dow Jones Indices LLC und/oder verbundene Unternehmen und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Der Indikator der Finanzierungskosten der Banken stellt einen gewichteten Durchschnitt der Kosten der Finanzierung über Einlagen und der Kosten am unbesicherten Markt dar. Der in den Indikator eingehende gewichtete Zinssatz für die einlagenbasierte Finanzierung entspricht dem Durchschnitt aus den Neugeschäftszinssätzen für täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist (gewichtet mit den jeweiligen Bestandsgrößen). Bei den Bankanleiherenditen handelt es sich um die monatlichen Durchschnittsrenditen vorrangiger Anleihen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2024 (Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken) bzw. den 4. April 2024 (Renditen von Bankanleihen).

Die Bankbilanzen waren trotz eines schwachen wirtschaftlichen Umfelds insgesamt robust. Im vierten Quartal 2023 erhöhten die Banken ihre Kapitalausstattung weiter und wiesen Eigenkapitalquoten auf, die deutlich über den Anforderungen für das harte Kernkapital (CET 1) lagen. Ein gut

kapitalisiertes Bankensystem ist unerlässlich, um eine nachhaltige Kreditvergabe an die Realwirtschaft zu angemessenen Bedingungen sicherzustellen. Angesichts

⁴ Siehe EZB, [EZB rekaliert gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte zur Wiederherstellung von Preisstabilität auf mittlere Sicht](#), Pressemitteilung vom 27. Oktober 2022.

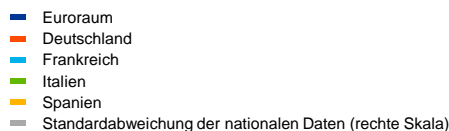
hoher Finanzierungskosten, eines stagnierenden Kreditwachstums und einer sinkenden Aktiva-Qualität wurde die Ertragslage der Banken im Jahr 2023 im Wesentlichen durch das Zinsergebnis bestimmt, in dem sich vor allem die großen Zinsmargen widerspiegeln. Zwischen den einzelnen Ländern waren allerdings erhebliche Unterschiede zu beobachten. Die Differenz zwischen den Kredit- und den Einlagenzinsen im Neugeschäft nahm in allen Euro-Ländern auf breiter Front weiter ab. Bei den Beständen blieben die Margen hingegen im Wesentlichen stabil. Die Zahl der notleidenden Bankkredite war im vierten Quartal 2023 insgesamt nach wie vor gering. Allerdings steigt die Ausfallquote sowohl bei den Krediten an Unternehmen als auch bei jenen an Privatkunden seit einiger Zeit an. Dies lässt darauf schließen, dass notleidende Kredite weiter zunehmen werden. Sollten sich die Risiken für die nichtfinanziellen Sektoren aufgrund der schwachen Wirtschaftslage realisieren, könnten die Kosten für die Risikovorsorge der Banken steigen.

Im Februar 2024 sanken die Zinsen für Unternehmenskredite und für Wohnungsbaukredite weiter. Die Zinsen für Unternehmenskredite verringerten sich im genannten Monat auf 5,12 % (nach 5,18 % im Januar) und lagen somit unter ihrem im Oktober 2023 verzeichneten jüngsten Höchststand von 5,27 % (siehe Abbildung 16). In den einzelnen Euro-Ländern fiel der Rückgang unterschiedlich aus und war bei Großkrediten mit mittlerer Laufzeit stärker ausgeprägt. Der Abstand zwischen den Zinsen für kleine und für große Kredite an Unternehmen im Euroraum weitete sich im Februar auf 0,52 % aus. Darin kommen niedrigere Zinssätze für Großkredite und höhere Zinssätze für kleine Kredite zum Ausdruck. Die Zinsen für neue Wohnungsbaukredite an private Haushalte verringerten sich den dritten Monat in Folge, und zwar von 3,88 % im Januar auf 3,84 % im Februar. Damit lagen sie unter ihrem im November 2023 beobachteten jüngsten Höchststand von 4,02 % (siehe Abbildung 19). Dieser Rückgang war über alle Laufzeitsegmente hinweg breit angelegt und fiel bei den Wohnungsbaukrediten mit mittleren Laufzeiten zwischen einem und fünf Jahren am stärksten aus. Variabel verzinsliche Hypothekarkredite waren nach wie vor deutlich teurer als festverzinsliche Hypothekarkredite. Die Bankzinsen für neue Konsumentenkredite und neue Kredite an Einzelunternehmen sanken im Februar ebenfalls. Die nationalen Unterschiede bei den Kreditzinsen für Unternehmen und private Haushalte waren weiterhin gering (siehe Abbildung 16). Dies deutet darauf hin, dass die Transmission der Geldpolitik in allen Euro-Ländern reibungslos vonstattengeht.

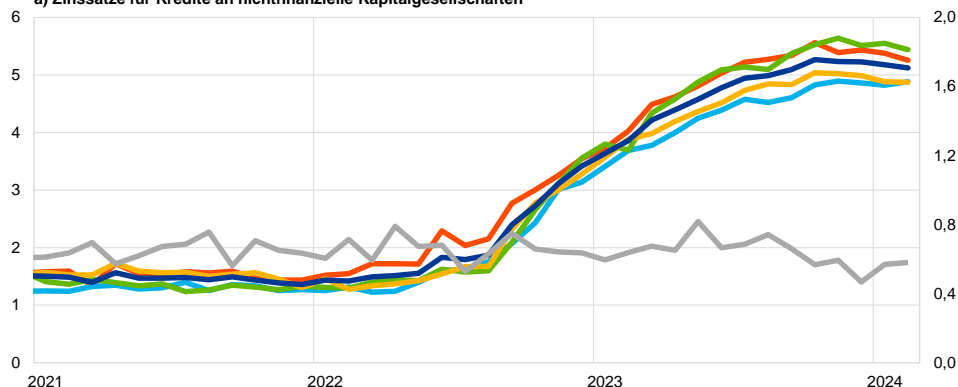
Abbildung 16

Gewichtete Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte in ausgewählten Ländern des Euroraums

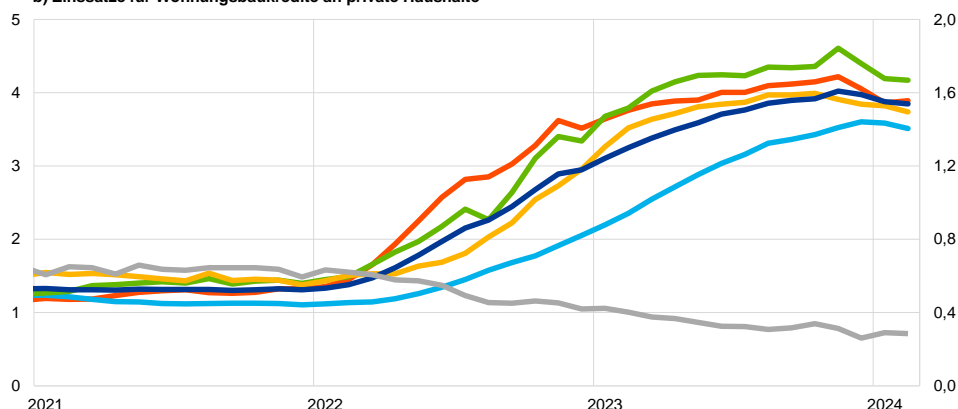
(in % p. a.; Standardabweichung)



a) Zinssätze für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften



b) Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die gewichteten Zinsen für Bankkredite errechnen sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis eines gleitenden 24-Monats-Durchschnitts des Neugesäftsvolumens. Die Standardabweichung der nationalen Daten wird anhand einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2024.

Im Zeitraum vom 7. März bis zum 10. April 2024 blieben die Kosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften für die marktbasierete Fremdfinanzierung unverändert, während sich die Finanzierung über Eigenkapital verbilligte. Auf den verfügbaren Monatswerten basierend beliefen sich die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (d. h. die Kosten der Bankkreditaufnahme, der marktbasiereten Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital) im Februar auf 6,0 %. Sie waren damit im Vergleich zum Januar weitgehend stabil und lagen deutlich unter dem Mehrjahreshoch vom Oktober 2023 (siehe Abbildung 17).⁵ Diese Stabilität war darauf zurückzuführen,

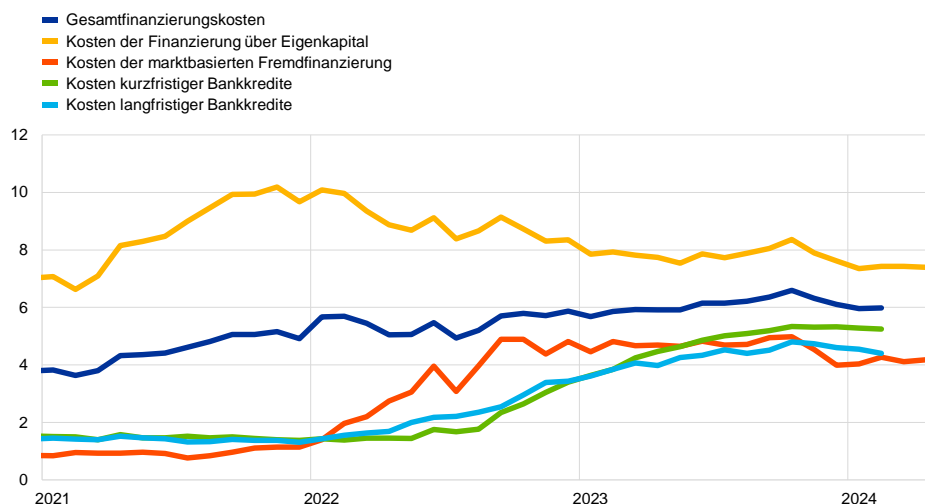
⁵ Aufgrund der zeitverzögerten Verfügbarkeit von Daten zu den Kosten der Bankkreditaufnahme liegen Angaben zu den Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nur bis Februar 2024 vor.

dass die bis Februar verzeichnete leichte Zunahme der Kosten für die Eigenkapitalfinanzierung und die marktbasierende Fremdfinanzierung weitgehend durch den Rückgang der Kosten für kurz- und langfristige Kredite ausgeglichen wurde. Anhand der Tageswerte lässt sich belegen, dass sich die Kosten der marktbasierenden Fremdfinanzierung im Zeitraum vom 7. März bis zum 10. April 2024 nicht verändert haben, auch wenn es Unterschiede zwischen den einzelnen Ratingklassen gab. Der in dieser Zeit beobachtete leichte Anstieg des risikofreien Zinssatzes – näherungsweise anhand des zehnjährigen Zinssatzes für Tagesgeldsatz-Swaps bestimmt – und die Ausweitung der Renditeabstände von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Hochzinssegment wurden durch etwas geringere Renditeabstände von Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen im Investment-Grade-Segment aufgewogen. Zugleich gingen die Kosten der Eigenkapitalfinanzierung in diesem Zeitraum zurück, denn der etwas höhere risikofreie Zinssatz wurde durch die niedrigeren Aktienrisikoprämien mehr als ausgeglichen (siehe Abschnitt 4).

Abbildung 17

Nominale Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum nach Komponenten

(in % p. a.)



Quellen: EZB, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg, Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

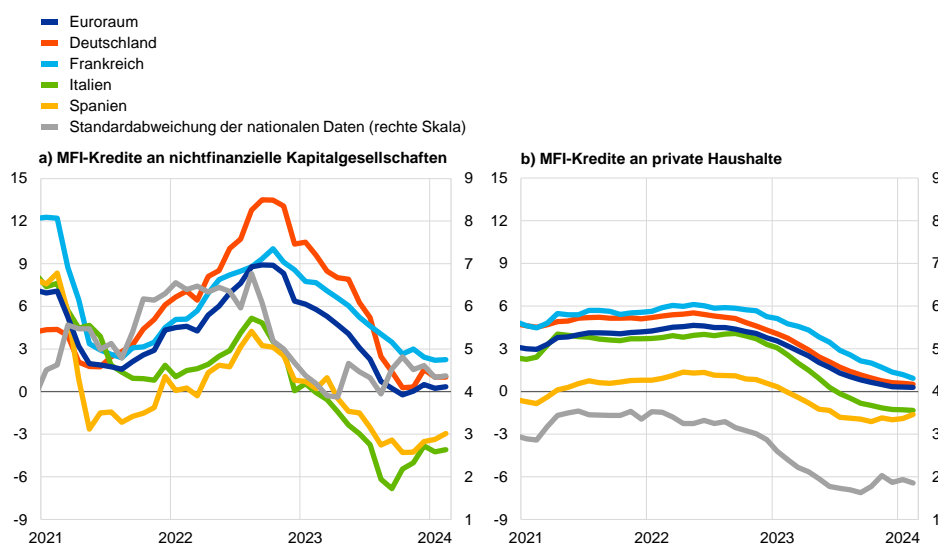
Anmerkung: Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften basieren auf monatlichen Daten und werden berechnet als gewichteter Durchschnitt der Kosten von Bankkrediten (Monatsdurchschnittswerte), der marktbasierenden Fremdfinanzierung (Monatsendwerte) und der Finanzierung über Eigenkapital (Monatsendwerte), bezogen auf die jeweiligen Bestandsgrößen. Bei den Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung und den Kosten der Finanzierung über Eigenkapital beziehen sich die jüngsten Angaben auf den 10. April 2024 (Tageswerte) und bei den Gesamtfinanzierungskosten und den Kosten langfristiger und kurzfristiger Bankkredite auf Februar 2024 (Monatswerte).

Im Februar 2024 erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe der Banken an Unternehmen leicht, lag jedoch noch immer auf einem niedrigen Niveau. Die jährliche Zuwachsrate der Bankkreditvergabe an private Haushalte blieb unterdessen weitgehend stabil bei Werten von knapp über null. Das jährliche Wachstum der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften stieg im Februar leicht auf 0,4 %, verglichen mit 0,2 % im Januar (siehe Abbildung 18, Grafik a), wobei zwischen den einzelnen Ländern erhebliche Unterschiede bestanden. Die anhaltende Schwäche des Kreditwachstums spiegelt die seit Anfang 2023 stagnierende Kreditvergabe wider und ist vor dem Hintergrund der gedämpften gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, der verschärften Kreditrichtlinien und

der restriktiven Geldpolitik zu sehen. Angesichts der eingetrübten Aussichten am Wohnimmobilienmarkt, der restriktiven Kreditrichtlinien und hohen Kreditzinsen gab es Anzeichen für eine Stabilisierung des jährlichen Wachstums der Kreditvergabe an private Haushalte auf niedrigem Niveau: Im Februar wies es mit einem Wert von 0,3 % keine Veränderung auf (siehe Abbildung 18, Grafik b). Diese Stabilisierung war zwar über alle Segmente hinweg zu beobachten, allerdings auf unterschiedlichem Niveau: Die Wohnungsbaukredite wiesen ein geringfügig positives Wachstum auf, und die Konsumentenkredite zeigten sich weiter widerstandsfähig. Bei den Krediten an Einzelunternehmen waren hingegen nach wie vor negative Zuwachsraten zu verzeichnen. Aus den Ergebnissen der von der EZB durchgeführten [Umfrage zu den Verbrauchererwartungen](#) vom März 2024 geht hervor, dass ein erheblicher, wenn auch sinkender Anteil der Befragten den Eindruck hatte, der Zugang zu Krediten sei in den vergangenen zwölf Monaten schwieriger geworden. Die Befragten rechneten zudem damit, dass sich die Lage in den nächsten zwölf Monaten sogar noch verschärfen wird.

Abbildung 18
MFI-Kredite in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Standardabweichung)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die MFI-Kredite sind um Verkäufe und Verbriefungen und im Fall der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften auch um fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die Standardabweichung der nationalen Daten wird anhand einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2024.

Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom April 2024 meldeten die Banken für das erste Quartal 2024 erneut eine leichte Verschärfung ihrer Richtlinien für Unternehmenskredite sowie eine leichte Lockerung der Richtlinien für Wohnungsbaukredite an private Haushalte (siehe Abbildung 19). Die Straffung der Richtlinien für Unternehmenskredite fiel zwar weniger stark aus, als es die Banken in der vorherigen Umfragerunde erwartet hatten, doch insgesamt nahm das Ausmaß der umfangreichen seit 2022 vorgenommenen Verschärfungen abermals zu. Außerdem meldeten die Banken eine weitere Verschärfung bei den Konsumentenkrediten. Zurückzuführen war diese, ebenso wie im Fall der Unternehmenskredite, hauptsächlich auf die Risikoeinschätzung im Zusammenhang

mit den Konjunkturaussichten und der Kreditwürdigkeit der Kreditnehmer. Die Lockerung bei den Wohnungsbaukrediten war hingegen durch den Wettbewerbsdruck und in geringerem Maße auch durch eine höhere Risikotoleranz bedingt. Die Banken im Euroraum erwarten für das zweite Quartal 2024 etwas restriktivere Richtlinien für Ausleihungen an Unternehmen und unveränderte Vergaberichtlinien bei den Krediten an private Haushalte.

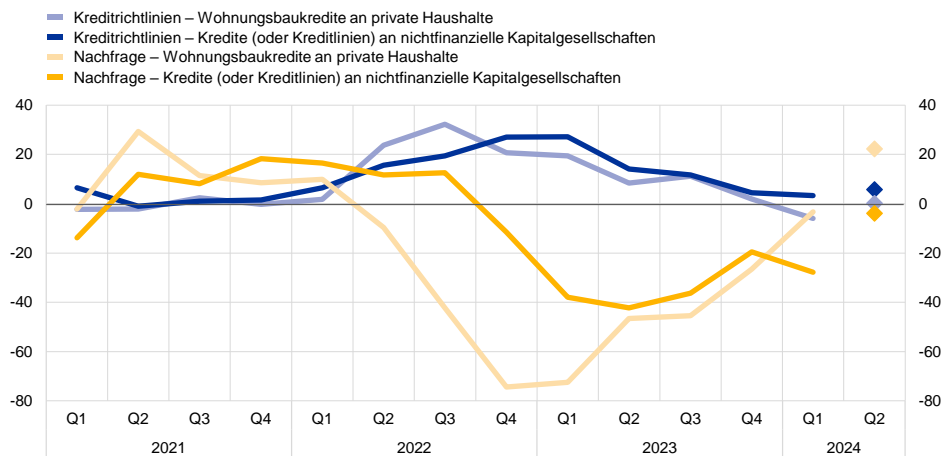
Den befragten Banken zufolge sank die Nachfrage nach Unternehmenskrediten im ersten Quartal 2024 erneut deutlich und die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten an private Haushalte geringfügig. Zuvor waren sie noch von einer Erholung ausgegangen.

Die Nachfrage nach Konsumentenkrediten und sonstigen Krediten an private Haushalte blieb indessen nach Auskunft der Banken weitgehend unverändert. Wie in den vorangegangenen Quartalen war die rückläufige Nachfrage nach Unternehmenskrediten vor allem den gestiegenen Zinsen und den niedrigeren Anlageinvestitionen geschuldet. Die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten geriet hingegen aufgrund der trüberen Aussichten am Wohnungsmarkt und des geringen Verbrauchervertrauens unter Druck. Dass die Unternehmen deutlich weniger Kredite nachfragten, war von den Banken so nicht erwartet worden, hatten sie doch mit einer Stabilisierung gerechnet. Auch die leicht rückläufige Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten an private Haushalte lief den Erwartungen der Banken zuwider, da sie von einem Nettoanstieg ausgegangen waren. Den befragten Banken zufolge erhöhte sich der Anteil der abgelehnten Kreditanträge in allen Kreditsegmenten per saldo weiter. Für das zweite Quartal 2024 rechnen die Banken mit einer leicht sinkenden Nachfrage nach Unternehmenskrediten und einer steigenden Nachfrage nach Krediten an private Haushalte.

Abbildung 19

Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Wohnungsbaukredite an private Haushalte: Veränderung der Kreditrichtlinien und der Nettonachfrage

(Nettoanteil der Banken, die eine Verschärfung der Kreditrichtlinien oder einen Anstieg der Kreditnachfrage meldeten)



Quelle: Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum.

Anmerkung: Bei den Fragen zu den Kreditrichtlinien ist der Nettoanteil definiert als die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Prozentsätze der Banken, die mit „deutlich verschärft“ oder „leicht verschärft“ antworteten, und der Summe der Prozentsätze der Banken, die „etwas gelockert“ oder „deutlich gelockert“ angaben. Bei den Fragen zur Kreditnachfrage ist der Nettoanteil definiert als die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Prozentsätze der Banken, die mit „deutlich gestiegen“ oder „leicht gestiegen“ antworteten, und der Summe der Prozentsätze der Banken, die „leicht gesunken“ oder „deutlich gesunken“ angaben. Die Rauten stellen die Erwartungen dar, die die Banken in der aktuellen Erhebung meldeten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2024.

Überdies erwarten die Banken, dass die Verkürzung der Bilanz des Eurosystems weiterhin restriktiv wirken und der positive Effekt, den die vergangenen Leitzinsbeschlüsse auf die Bankgewinne hatten, in den kommenden sechs Monaten nachlassen dürfte. Im ersten Quartal 2024

verbesserte sich der Zugang der Banken zur Finanzierung über Schuldverschreibungen und in geringerem Maße auch der Zugang zur Finanzierung am Geldmarkt, während sich ihr Zugang zur Finanzierung über Kundeneinlagen verschlechterte. Der Abbau der geldpolitischen Wertpapierportfolios der EZB wirkte sich nach Angaben der Banken auch in den letzten sechs Monaten nachteilig auf ihre Finanzierungsbedingungen und ihre Liquiditätspositionen aus. Dies führte zu einer moderaten Verschärfung der Kreditbedingungen und beeinträchtigte das Kreditvolumen. Die Auswirkungen auf die Kreditrichtlinien wurden als weitgehend neutral erachtet. Für die nächsten sechs Monate rechnen die Banken allerdings erneut mit einem verschärfenden Effekt. Darüber hinaus beeinträchtigte das Auslaufen der GLRG-III-Geschäfte nach wie vor die Liquiditätspositionen der Banken. Angesichts der sehr umfangreichen Tilgungen im Rahmen der GLRG III, die seit November 2022 vorgenommen wurden, und der relativ geringen Restbeträge meldeten die Banken einen nur geringfügig restriktiven Einfluss auf ihre Finanzierungsbedingungen insgesamt und einen neutralen Effekt auf die Kreditvergabebedingungen. Den befragten Banken zufolge wirkten sich die Leitzinsbeschlüsse der EZB in den vergangenen sechs Monaten abermals spürbar positiv auf ihre Nettozinssmargen aus. Auf das Kreditvolumen hatten sie eine dämpfende Wirkung, die in den nächsten sechs Monaten anhalten dürfte. Die Ausweitung der Margen überwog den Volumeneffekt, sodass ein hoher Anteil der Banken einen positiven Einfluss auf ihr Nettozinsergebnis und ihre Ertragslage

insgesamt meldete. Die Banken rechnen damit, dass die kumulierten Nettoeffekte der EZB-Leitzinsbeschlüsse auf die Ertragslage der Banken in den nächsten sechs Monaten nachlassen werden und dass von dem höheren Rückstellungs- und Wertberichtigungsbedarf ein leicht negativer Beitrag ausgehen wird.⁶

In der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln für das erste Quartal 2024 gaben die Unternehmen an, dass ihr Bedarf an Bankkrediten leicht gesunken sei. Zugleich berichteten weniger Unternehmen von einer geringeren Verfügbarkeit von Bankkrediten. Dementsprechend weitete sich die Finanzierungslücke weniger stark aus als in der vorherigen Umfragerunde. Die Unternehmen erachteten die allgemeinen Konjunkturaussichten als den Hauptfaktor, der die Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln beeinträchtigte. Unterdessen verbesserte sich ihrer Wahrnehmung nach die Kreditvergabebereitschaft der Banken, in der die Risikotoleranz der Institute zum Ausdruck kommt, erneut.

Im Februar 2024 schichteten die Unternehmen und privaten Haushalte weiterhin täglich fällige Einlagen in Termineinlagen um. Die Jahreswachstumsrate der täglich fälligen Einlagen war dabei weniger negativ und belief sich im Februar auf -8,9 %, verglichen mit -9,9 % im Januar 2024 (siehe Abbildung 20). Die anhaltend starke Präferenz für Termineinlagen ist auf die große Zinsdifferenz gegenüber den täglich fälligen Einlagen zurückzuführen, worin sich die erheblichen Opportunitätskosten der Haltung hochliquider Instrumente widerspiegeln.⁷ Die Zinssätze für Termineinlagen von Unternehmen lagen nach wie vor in der Nähe des Zinses für die Einlagefazilität der EZB und waren höher als jene für entsprechende Einlagen privater Haushalte. Im Vormonatsvergleich nahmen die privaten Haushalte erneut umfangreiche Umschichtungen von täglich fälligen Einlagen in Termineinlagen vor, während sich das Tempo derartiger Umschichtungen bei den Unternehmen nochmals verlangsamte. Dies deutet darauf hin, dass sich die Einlagenallokation der Unternehmen dem angestrebten Niveau nähert (basierend auf historischen Mustern). Die hohen kurzfristigen Zinssätze trugen auch dazu bei, dass liquide Instrumente durch Geldmarktfondsanteile substituiert wurden.

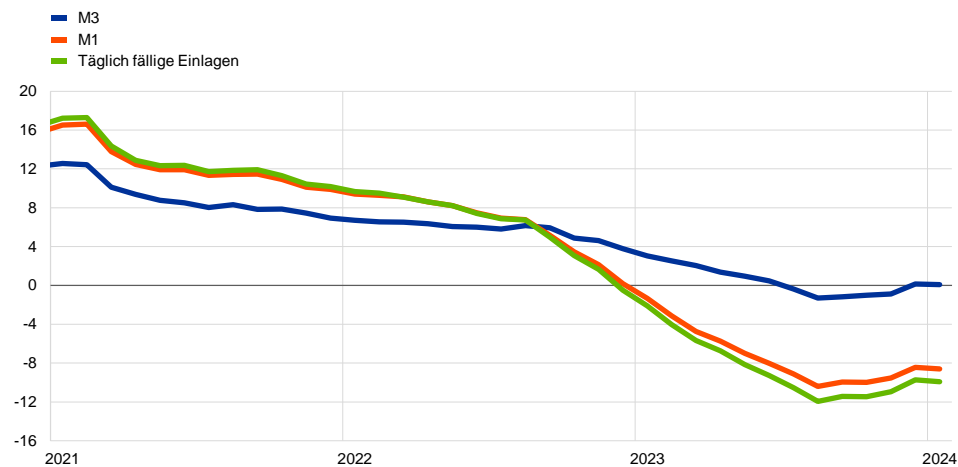
⁶ Der Effekt spiegelt sowohl zurückliegende als auch erwartete Leitzinsbeschlüsse der EZB wider.

⁷ Wie in früheren geldpolitischen Straffungszyklen haben sich die Zinssätze für täglich fällige Einlagen langsamer an die Leitzinsänderungen angepasst als die Zinssätze für Termineinlagen. Siehe auch EZB, [Monetäre Dynamik während des Straffungszyklus](#), Kasten 8, Wirtschaftsbericht 8/2023.

Abbildung 20

M3, M1 und täglich fällige Einlagen

(Veränderung gegen Vorjahr in %; saison- und kalenderbereinigt)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2024.

Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge (M3) erhöhte sich im Februar 2024, wies aber weiterhin ein niedriges Niveau auf. Gründe hierfür waren die hohen Opportunitätskosten, eine stagnierende Kreditvergabe und die weitere Verkürzung der Bilanz des Eurosystems. Das Wachstum von M3 im Euroraum beschleunigte sich von 0,1 % im Januar auf 0,4 % im Februar (siehe Abbildung 20). Der jährliche Zuwachs der eng gefassten Geldmenge M1, welche die liquidesten Komponenten von M3 umfasst, lag weiter im negativen Bereich. Das Tempo des Rückgangs verlangsamte sich allerdings von -8,6 % im Januar auf -7,7 % im Februar. Nach einem beträchtlichen monatlichen Abfluss im Januar wies die Geldmenge M3 im Februar einen Zufluss auf. Ursächlich hierfür waren sinkende Einlagen von Zentralstaaten und eine stärkere Kreditvergabe an andere Finanzinstitute vor dem Hintergrund einer stagnierenden Kreditvergabe an den privaten Sektor. Die Geldschöpfung wurde im Februar durch die Emission langfristiger Bankschuldverschreibungen gedämpft sowie durch die weitere Verkürzung der Bilanz des Eurosystems und einen erstmals seit September 2022 negativen Beitrag der außenwirtschaftlichen Finanztransaktionen bei zugleich höherer kurzfristiger Volatilität.

Kästen

1 Jüngste Inflationsentwicklung und Lohndruck im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

Anna Beschin, Katalin Bodnár, Ramon Gomez-Salvador, Eduardo Gonçalves, Marcel Tirpák und Marco Weißler

Die Gesamtinflation und die Kerninflation entwickeln sich derzeit im Euroraum etwas schwächer als in den Vereinigten Staaten, was sowohl für die Höhe der Teuerungsraten als auch die Dynamik der Entwicklung gilt. In jährlicher prozentualer Betrachtung ist die Gesamtinflation im Euroraum schneller und von einem höheren Niveau aus gesunken als in den USA, und zwar von 10,6 % im Oktober 2022 auf 2,6 % im Februar 2024; die US-Rate hat sich dagegen von 9,1 % im Juni 2022 auf 3,2 % im Februar 2024 abgeschwächt.¹ Auch die Dynamik der Entwicklung (gemessen als annualisiertes Dreimonatswachstum) ist im Eurogebiet weniger stark ausgeprägt. Dies betrifft sowohl die Gesamt- als auch die Kerninflation (siehe Abbildung A). In beiden Wirtschaftsräumen stellen die sinkenden Energiepreise und der langsamere Anstieg der Nahrungsmittelpreise wichtige Bestimmungsfaktoren für den Rückgang der Gesamtteuerungsrate dar; die Kernrate ist hingegen in beiden Volkswirtschaften nach wie vor erhöht.²

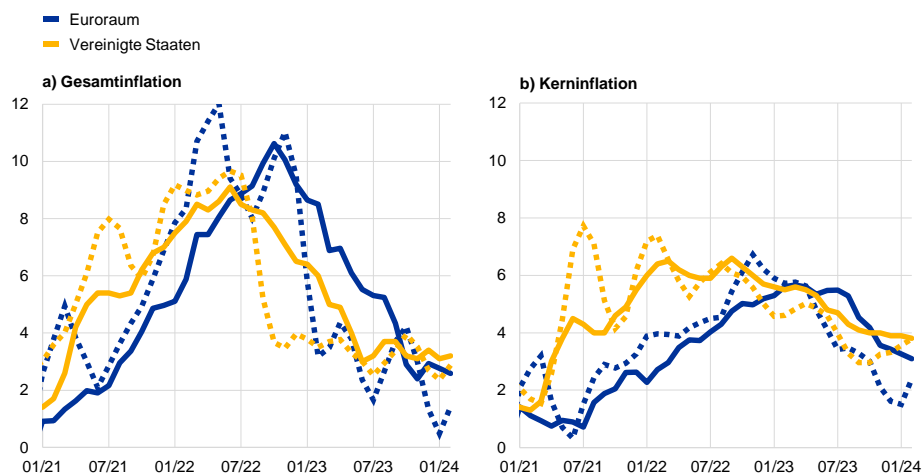
¹ Siehe auch EZB, [Inflationsentwicklung im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 8/2022.

² Bestimmte Kategorien der Inflationsstatistik werden im Euroraum und in den Vereinigten Staaten unterschiedlich klassifiziert. So ist der Bereich Gastronomie im Euroraum den Dienstleistungen zugeordnet, während er in den USA der Nahrungsmittelkomponente angehört. Des Weiteren sind alkoholische Getränke und Tabakwaren im Euroraum Teil der Nahrungsmittelkomponente und werden in den Vereinigten Staaten den Waren zugerechnet.

Abbildung A

Gesamtinflation und Kerninflation im Euroraum und in den Vereinigten Staaten sowie Dynamik der Inflationsentwicklung

(Veränderung gegen Vorjahr in %; annualisierte Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %)



Quellen: Eurostat und U.S. Bureau of Labor Statistics.

Anmerkung: HVPI für den Euroraum und VPI für die Vereinigten Staaten. Die gepunkteten Linien geben die Inflationsdynamik wieder. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2024.

Die Kerninflation hält sich in beiden Wirtschaftsräumen aufgrund des Preisauftriebs bei den Dienstleistungen auf erhöhtem Niveau.

In den Vereinigten Staaten erreichte die Kernrate im September 2022 einen Höchststand von 6,6 % und schwächte sich bis Februar 2024 auf 3,8 % ab. Im Vergleich dazu wurde der Höchstwert im Euroraum erst später verzeichnet: Im März 2023 lag die Kerninflation bei 5,7 % und verringerte sich anschließend auf 3,1 % im Februar 2024. In beiden Volkswirtschaften zeigt sich die Kerninflation weiterhin hartnäckig, wobei die Dienstleistungen der Haupttreiber sind. Der Anstieg der Dienstleistungspreise war in den letzten Jahren in den USA stärker ausgeprägt als im Eurogebiet (siehe Abbildung B, Grafik a). Die Persistenz hängt in den Vereinigten Staaten vor allem mit der beharrlich hohen (aber nachlassenden) Dynamik der Mietpreissteigerungen zusammen, die nur zögerlich auf die erhebliche Abschwächung der Mietpreisanstiege bei Neuverträgen reagiert. Die Komponente der Mieten ist in den USA für mehr als die Hälfte des Preisauftriebs bei den in der Kernrate erfassten Dienstleistungen verantwortlich und damit ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die Dynamik der Kerninflation. Ohne Mieten beträgt die Inflationsrate der in der Kerninflation enthaltenen Dienstleistungen derzeit 4,4 %. Sie liegt über dem durchschnittlichen Vorpandemiewert von rund 2 % und wird zu großen Teilen von der Preisentwicklung in den Sektoren Verkehr und Freizeit beeinflusst. Im Euroraum haben sich die Mieten hingegen moderater erhöht und leisten zudem einen wesentlich geringeren Beitrag zum Anstieg der Dienstleistungspreise.³ Die Teuerungsrate der Dienstleistungen beläuft sich (mit und ohne Mieten) auf 4,0 % und liegt damit ebenfalls merklich über dem

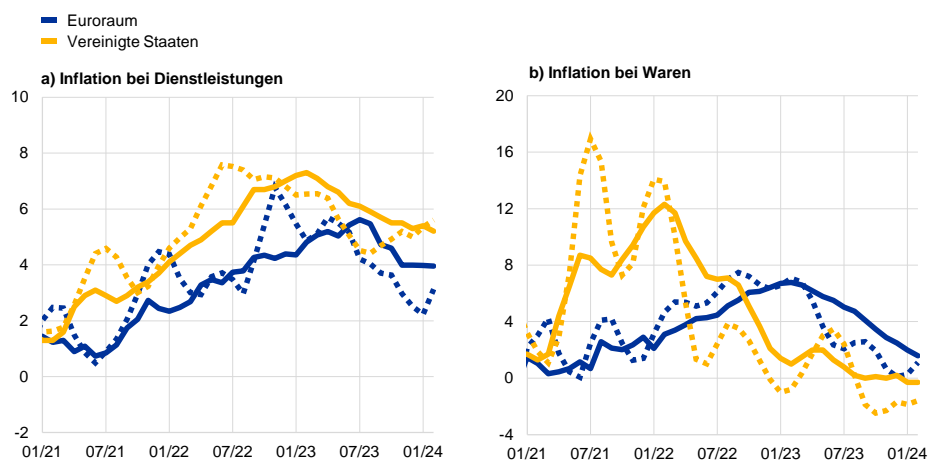
³ Im Jahr 2023 betrug das durchschnittliche Gewicht der Mieten an der Teuerung der in der Kerninflation enthaltenen Dienstleistungen in den Vereinigten Staaten 57 % (davon Mieten am Hauptwohnsitz: 13 % und geschätzter Mietwert von selbst genutztem Wohneigentum: 44 %) und im Euroraum 13 %. Im HVPI für den Euroraum ist der geschätzte Mietwert von selbst genutztem Wohneigentum nicht enthalten.

Durchschnittswert von 1,9 %, der vor der Pandemie verzeichnet wurde. Die Preissteigerungen bei den (kontaktintensiveren) Tourismus- und Freizeitdienstleistungen sind mit 4,5 % auch höher als die Inflationsrate der gesamten Dienstleistungen im Euroraum, wenngleich sie über das Jahr 2023 hinweg deutlich zurückgegangen sind.

Der Preisauftrieb bei Waren hat sich indes in beiden Volkswirtschaften beträchtlich verlangsamt, wobei diese Entwicklung in den Vereinigten Staaten wesentlich früher einsetzte. Zur merklichen Abschwächung der Inflation im Warenbereich kam es in beiden Wirtschaftsräumen im Zuge der Normalisierung der Lieferketten auf globaler Ebene, der Verringerung der Rohstoffpreise und der Straffung der Geldpolitik (siehe Abbildung B, Grafik b). Dieser Trend wurde dadurch verstärkt, dass sich die Konsumausgaben nach dem Wiederhochfahren der Wirtschaft im Anschluss an die Pandemie von Waren hin zu Dienstleistungen verlagerten. In den Vereinigten Staaten zeigt sich der Inflationsbeitrag der Waren zur Gesamtteuerungsrate bereits leicht negativ, wie es schon vor der Pandemie der Fall war. Im Euroraum ist er hingegen immer noch etwas höher als der langfristige Durchschnitt und auch höher als in den USA. Dies dürfte mit den verzögerten Auswirkungen des Energieschocks nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine zusammenhängen, die das Eurogebiet härter trafen. Außerdem hat hier wohl die zu unterschiedlichen Zeiten erfolgte Straffung der Geldpolitik eine Rolle gespielt.⁴

Abbildung B
Inflation bei Waren und Dienstleistungen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten sowie Dynamik der Inflationsentwicklung

(Veränderung gegen Vorjahr in %; annualisierte Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %)



Quellen: Eurostat und U.S. Bureau of Labor Statistics.

Anmerkung: HVPI für den Euroraum und VPI für die Vereinigten Staaten. Im Euroraum bezieht sich die Inflation bei Waren auf Industrieerzeugnisse ohne Energie. Die gepunkteten Linien geben die Inflationsdynamik wieder. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2024.

Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation sind in beiden Wirtschaftsräumen gegenüber ihren jeweiligen Höchstwerten überwiegend

⁴ Im Euroraum und in den Vereinigten Staaten wird das relative Gewicht der Preise von Waren und Dienstleistungen unterschiedlich bemessen. Dies schlägt sich auch in Differenzen bei der Kerninflation nieder. So beträgt der Anteil der Dienstleistungen im Euroraum gemessen am HVPI rund 40 %, während er in den Vereinigten Staaten gemessen am VPI bei etwa 60 % liegt.

rückläufig (siehe Abbildung C). Sie erfassen die persistenteren Inflationskomponenten und beziehen sich im Fall des Euroraums auf den HVPI und in den Vereinigten Staaten auf den Preisindex für private Konsumausgaben (PCE-Index). Beide Messgrößen stiegen nach der Corona-Pandemie stark an, setzten jedoch 2023 zu einem allgemeinen Rückgang an.⁵ Seit einigen Monaten unterschreiten die Indikatoren in ihrer Bandbreite den Schwellenwert von 2 %. Die Messgröße der persistenten und gemeinsamen Komponente der Inflation (PCCI) liegt in beiden Volkswirtschaften am unteren Ende ihrer jeweiligen Bandbreite. Dies ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass die PCCI für viele Positionen zeitnähere Signale aus der monatlichen Preisentwicklung extrahiert.⁶ Im Euroraum ist der Indikator der Binneninflation, der HVPI-Komponenten mit einer geringen Importintensität umfasst, derzeit die höchste und persistenteste Messgröße.⁷ Dies zeigt die Bedeutung des Preisdrucks in der Binnenwirtschaft, beispielsweise der Lohn- und Gewinnentwicklung. In den USA befindet sich der zyklische Indikator der Kerninflation, der die Preisentwicklung in den auf die Arbeitslosigkeitslücke reagierenden Komponenten abbildet, am oberen Ende der Bandbreite, nachdem er wesentlich höhere Werte verzeichnet hat als die anderen Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation. Maßgeblich hierfür ist wahrscheinlich die immer noch relativ angespannte Arbeitsmarktlage in den Vereinigten Staaten. Der Supercore-Indikator für den Euroraum, der einen ähnlichen Ansatz verfolgt wie der zyklische US-Indikator der Kerninflation, ließ für die vergangenen zwölf Monate eine vergleichbare Entwicklung erkennen. Inzwischen liegt er jedoch im Einklang mit der Nachfrage, die im Euroraum schwächer ist als in den USA, auf einem niedrigeren Niveau.⁸

⁵ Für den Euroraum siehe hierzu EZB, [Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation – ein analytischer Leitfaden für den Euroraum](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 5/2023. In der USA basieren die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation nicht auf dem VPI, sondern auf der am PCE-Index gemessenen Teuerung; sie ist die bevorzugte Messgröße der US-Notenbank.

⁶ Siehe M. Bańbura und E. Bobeica, [PCCI – a data-rich measure of underlying inflation in the euro area](#), Statistics Paper Series der EZB, Nr. 38, 2020.

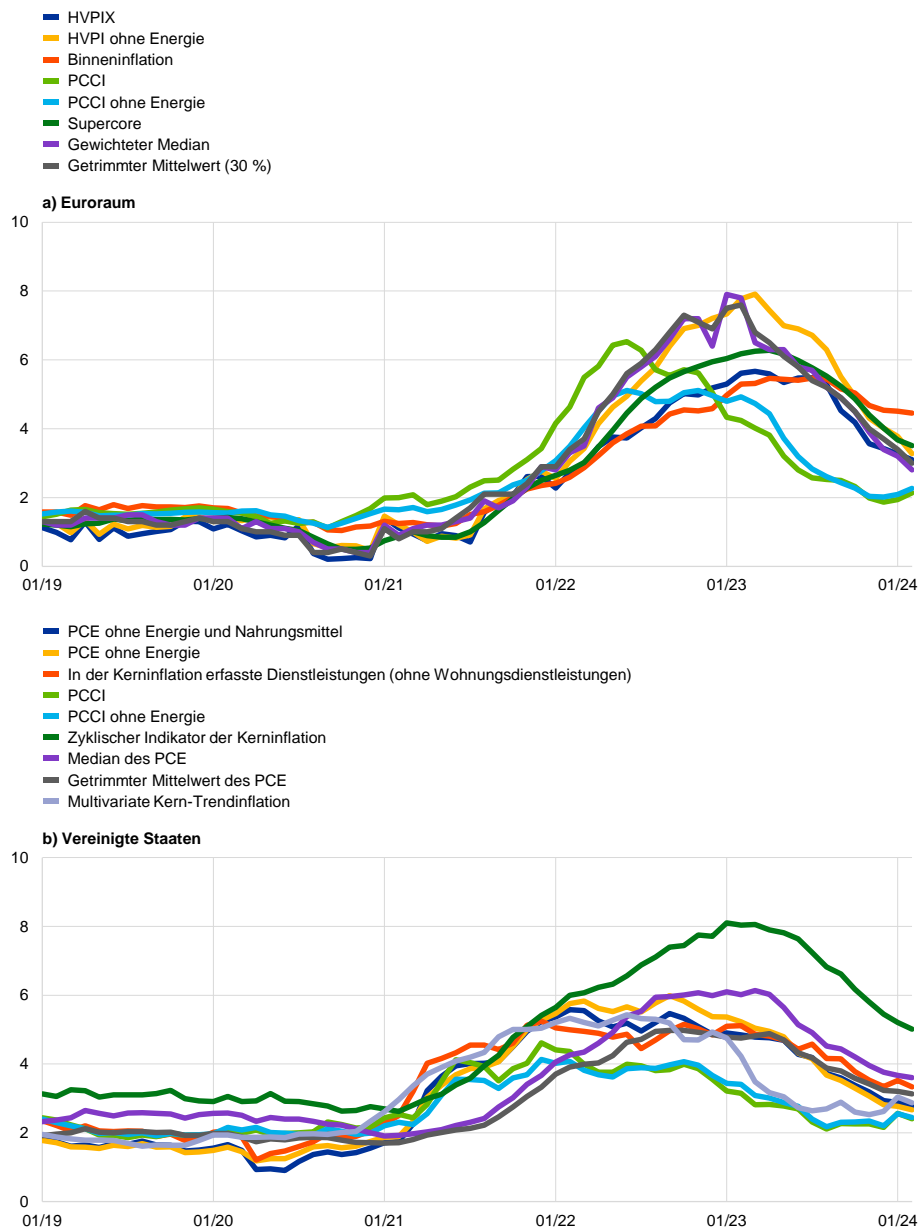
⁷ Siehe EZB, [Ein neuer Indikator der Binneninflation im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 4/2022.

⁸ Der Supercore-Index beinhaltet nur jene Positionen der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel, die als reagibel gegenüber einer wirtschaftlichen Unterauslastung gelten; Letztere wird an der Produktionslücke gemessen. Siehe EZB, [Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2018.

Abbildung C

Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, Haver Analytics, Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Bank of San Francisco, Federal Reserve Bank of Cleveland, Federal Reserve Bank of Dallas, Federal Reserve Bank of New York und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Informationen zu den Messgrößen im Euroraum finden sich in: EZB, [Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation – ein analytischer Leitfaden für den Euroraum](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 5/2023. Die PCCI und die PCCI ohne Energie für den PCE-Index der Vereinigten Staaten werden mithilfe der in M. Bańbura und E. Bobeica, a. a. O., beschriebenen Methode geschätzt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2024. HVPIX steht für den HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel.

Der Euroraum und die Vereinigten Staaten befinden sich in unterschiedlichen Phasen des Konjunkturzyklus. Dies trägt zu den Unterschieden in der Inflationsentwicklung bei. Im Euroraum veränderte sich das reale BIP im Jahresverlauf 2023 kaum, und die Produktionslücke lag geschätzt bei etwa null.⁹ Die

⁹ Siehe [Herbstprognose 2023 der Europäischen Kommission](#) (Englisch). Quelle: AMECO-Datenbank.

US-Wirtschaft wuchs dagegen im gleichen Zeitraum kräftig (besonders in der zweiten Jahreshälfte 2023). Die Produktionslücke liegt dort laut Schätzungen der meisten internationalen Organisationen weiterhin im positiven Bereich. Zudem wird das Wachstum in den USA vor allem vom regen Konsum getragen, der die Verbraucherpreise weiter nach oben treibt. Dem steht im Eurogebiet ein nur schleppender Zuwachs bei den Konsumausgaben gegenüber. Ungeachtet der unterschiedlichen konjunkturellen Entwicklungen hat die Geldpolitik in beiden Wirtschaftsräumen dazu beigetragen, den Inflationsdruck wirksam zu verringern.¹⁰

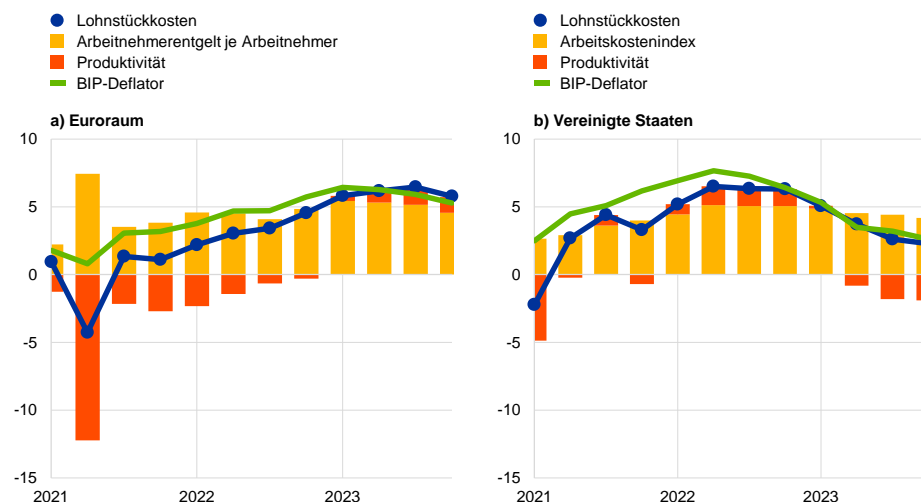
Die unterschiedliche Position der beiden Volkswirtschaften im Konjunkturzyklus und institutionelle Faktoren schlagen sich auch im Wachstum der Lohnstückkosten nieder. Während im Euroraum nach wie vor ein kräftiger Anstieg der Lohnstückkosten zu verzeichnen ist, schwächt er sich in den Vereinigten Staaten seit Ende 2022 ab. Die Divergenz ergibt sich aus der Lohn- und Produktivitätsentwicklung. Das im Jahr 2023 höhere Wachstum der Lohnstückkosten im Eurogebiet ist sowohl einem stärkeren Lohnzuwachs als auch einer schwächeren Entwicklung der Produktivität geschuldet (siehe Abbildung D, Grafik a). Demgegenüber ist das Wachstum der Lohnstückkosten in den USA schon seit 2023 rückläufig (siehe Abbildung D, Grafik b). Grund hierfür ist eine Verlangsamung des Lohnwachstums, aber auch eine dynamische Produktivitätsentwicklung. Diese Divergenzen sind nicht nur konjunkturbedingt, sondern auch auf institutionelle Unterschiede an den Arbeitsmärkten im Euroraum und in den Vereinigten Staaten zurückzuführen.

¹⁰ Im Euroraum bestätigt die modellbasierte Evidenz, dass die Straffung der Geldpolitik einen dämpfenden Effekt auf die HVPI-Inflation hat. Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Auswirkungen der geldpolitischen Straffung der EZB seit Dezember 2021: eine modellbasierte Auswertung](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 3/2023. Eine Analyse der makroökonomischen Folgen des jüngsten Straffungszyklus der Federal Reserve findet sich in: S. D'Amico und T. King, [Past and Future Effects of the Recent Monetary Policy Tightening](#), Chicago Fed Letter, Nr. 483, Federal Reserve Bank of Chicago, 2023; R. Crump, M. Del Negro, K. Dogra, P. Gundam, D. Lee, R. Nallamotu und B. Pacula, [A Bayesian VAR Model Perspective on the Lagged Effect of Monetary Policy](#), Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York, November 2023.

Abbildung D

Wachstum der Lohnstückkosten und seiner Komponenten im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, Bureau of Economic Analysis und U. S. Bureau of Labor Statistics.

Anmerkung: Das Produktivitätswachstum dämpft den Anstieg der Lohnstückkosten und erscheint daher in der Zerlegung mit umgekehrtem Vorzeichen. Das Wachstum der Lohnstückkosten im Euroraum wurde 2021 durch die Entwicklung des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und der Produktivität im Jahr 2020 beeinflusst, worin sich die Auswirkungen der Programme zur Arbeitsplatzsicherung niederschlugen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023.

Im Euroraum scheint das Wachstum der Löhne etwa Mitte 2023 seinen Höchststand erreicht zu haben. In den Vereinigten Staaten ist es hingegen seit Ende 2022 ausgehend von einem hohen Niveau rückläufig. Anfang 2021 nahm das Lohnwachstum im Eurogebiet zu, nachdem es zuvor auf einem eher moderaten Niveau gelegen hatte. Dabei ging es den Beschäftigten darum, angesichts der angespannten Arbeitsmarktlage einen Ausgleich für den Kaufkraftverlust infolge der hohen Inflation zu erhalten. Im Lauf des Jahres 2023 schwächte sich der Anstieg allmählich wieder ab, lag aber weiterhin deutlich über dem Durchschnitt in der Vergangenheit. In den Vereinigten Staaten setzte Ende 2022 eine Entspannung am Arbeitsmarkt ein. Dies kam in einem rückläufigen Verhältnis der offenen Stellen zur Arbeitslosenzahl zum Ausdruck. In der Folge ging das Lohnwachstum von seinem hohen Stand zurück. Trotz der langsamen, aber stetigen Abnahme liegt das Lohnwachstum in den USA immer noch über dem Niveau, das aus Sicht der US-Notenbank mit dem Inflationsziel vereinbar ist.¹¹ Die Tatsache, dass im Euroraum der Höchststand des Lohnendrucks später erreicht wurde als in den Vereinigten Staaten, lässt sich sowohl durch zyklische als auch durch strukturelle Faktoren erklären. Beispielsweise ist der US-Arbeitsmarkt flexibler, weshalb das Lohnwachstum sensibler auf Veränderungen der Arbeitsmarktspannung reagiert.¹² Zudem sind die Tarifbindung und auch die Lohnkoordination im Eurogebiet stärker. Tarifverhandlungen finden hauptsächlich auf sektoraler Ebene statt. Dies führt dazu,

¹¹ Siehe beispielsweise die [Eröffnungsansprache des Vorsitzenden der Federal Reserve Jerome Powell](#) am Spelman College am 1. Dezember 2023.

¹² Siehe EZB, [Arbeitsmarktentwicklung im Euroraum und in den Vereinigten Staaten im Jahr 2022](#), Kasten 1, Jahresbericht 2022; EZB, [Arbeitsmarktentwicklung im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten und ihr Einfluss auf die Löhne](#), Kasten 1, in: Lohnentwicklung und die maßgeblichen Einflussfaktoren seit Beginn der Pandemie, Wirtschaftsbericht 8/2022.

dass die Löhne eher sukzessive auf die Auswirkungen von Schocks reagieren. Aufgrund des in den USA vorherrschenden Modells der Lohnverhandlungen auf Unternehmensebene reagieren die Löhne dort möglicherweise rascher auf die aktuellen Arbeitsmarktbedingungen.

In der zweiten Jahreshälfte 2023 stieg die Arbeitsproduktivität im Euroraum verglichen mit der vor der Pandemie beobachteten Trendentwicklung langsamer an, während sie in den Vereinigten Staaten schneller wuchs. Dieser divergierende Verlauf spiegelt unter anderem strukturelle wie auch konjunkturelle Faktoren wider. Was die strukturellen Unterschiede anbelangt, so war das Wachstum der Arbeitsproduktivität im Euroraum bereits vor der Pandemie schwächer als in den USA. Im Zeitraum von 2016 bis 2019 betrug die durchschnittliche Jahresänderungsrate der Produktivität im Eurogebiet rund 0,6 % und in den Vereinigten Staaten etwa 1,1 %. Die strukturellen Differenzen hängen auch damit zusammen, dass es im Euroraum nur wenige globale Unternehmen an der Technologiegrenze gibt und sich neue Technologien langsamer verbreiten. Dies hat eine geringere Ausweitung des Kapitalstocks und der totalen Faktorproduktivität im Eurogebiet zur Folge.¹³ Was die zyklischen Faktoren betrifft, so ist das Produktivitätswachstum im Euroraum zurückgegangen. Dies ist Ausdruck eines für die rigideren Arbeitsmärkte in den Euro-Ländern typischen zyklischen Verhaltens, bei dem die Unternehmen tendenziell Arbeitskräfte horten, wenn das BIP-Wachstum niedrig oder negativ ist.¹⁴ Maßgeblich dafür, dass das Wachstum der Arbeitsproduktivität in den Vereinigten Staaten im zweiten Halbjahr 2023 überdurchschnittlich ausfiel, war hingegen ein außergewöhnlich starker BIP-Zuwachs. Im Jahr 2022 war das Produktivitätswachstum dort noch negativ gewesen. Grund hierfür war die kräftige Erholung der Beschäftigung im Dienstleistungssektor, als die Wirtschaft im Anschluss an die Pandemie wieder hochgefahren wurde. Im Eurogebiet dürften der projizierte Anstieg des BIP-Wachstums und eine Zunahme der Produktivität auf ein Niveau, das näher am Vorpandemietrend liegt, in Zukunft zu einer geringeren Erhöhung der Lohnstückkosten beitragen.

¹³ Siehe zum Beispiel EZB, [Entwicklung der Unternehmensproduktivität im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 1/2022.

¹⁴ Siehe auch O. Arce, A. Consolo, A. Dias da Silva und M. Mohr, [More jobs but fewer working hours](#), Der EZB-Blog, 7. Juni 2023.

Aus welchen Gründen verlangsamte sich die Importintensität des BIP im Jahr 2023?

Laura Lebastard, Laura Olivero und Giacomo Pongetti

Die Importe des Euroraums entwickelten sich 2023 trotz deutlich nachlassender Lieferengpässe verhalten. Während der Pandemie verringerte sich der Handel des Euroraums stärker als die Wirtschaftstätigkeit, da der Warenhandel durch Lieferengpässe und der Dienstleistungshandel (insbesondere Reiseverkehr und Tourismus) durch Mobilitätseinschränkungen beeinträchtigt wurden.¹ Nachdem sich die Importquote (das Verhältnis der Importe zum BIP) des Euroraums Mitte 2022 erholt hatte, sank sie im ersten Quartal 2023 wieder und verzeichnet seitdem ein niedrigeres Niveau, das deutlich unter ihrem langfristigen Trend liegt (siehe Abbildung A, Grafik a). Dies lässt sich auf die aktuelle Importschwäche zurückführen, die im Euroraum länderübergreifend relativ homogen ist und große und kleinere Euro-Länder gleichermaßen betrifft (siehe Abbildung A, Grafik b). Im vorliegenden Kasten wird untersucht, weshalb sich die Importintensität des BIP im Euroraum 2023 abgeschwächt hat. Dabei zeigt sich, dass diese Schwäche vor allem der geänderten Zusammensetzung des BIP-Wachstums zuzuschreiben ist, nachdem sich die Exporte und Konsumausgaben, die zu den importintensivsten BIP-Komponenten zählen, eine Zeit lang verhalten entwickelt hatten. Überdies ist festzustellen, dass auch der Abbau der Lagerbestände erheblich zum Rückgang der Importintensität des BIP beigetragen hat.

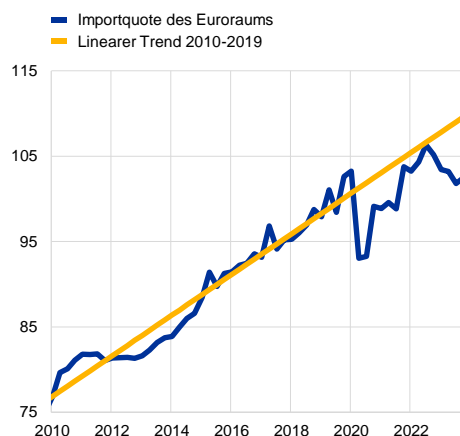
¹ Siehe EZB, [Auswirkungen der Versorgungsempässe auf den Handel](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 6/2021; EZB, [Entwicklung der Tourismusbranche während der Covid-19-Pandemie](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 8/2020.

Abbildung A

Importquote des Euroraums

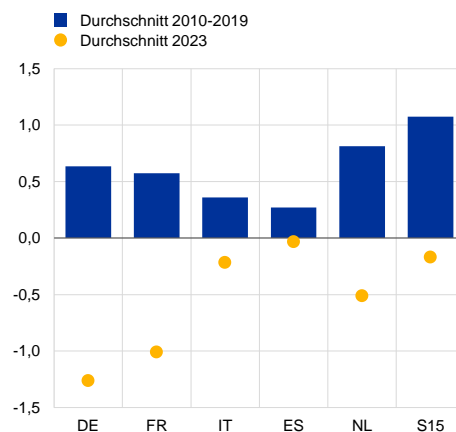
a) Euroraum insgesamt

(Index: 2019 = 100)



b) Länder des Euroraums

(Veränderung gegen Vorquartal in %)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Grafik a bezieht sich auf die realen Einfuhren von Waren und Dienstleistungen sowohl innerhalb des Euroraums als auch aus Drittländern. Grafik b bezieht sich auf die gesamten realen Einfuhren von Waren und Dienstleistungen. S15 steht für die 15 kleineren Länder des Euroraums. Die Importquote für die S15 ist ein gewichteter Durchschnitt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023.

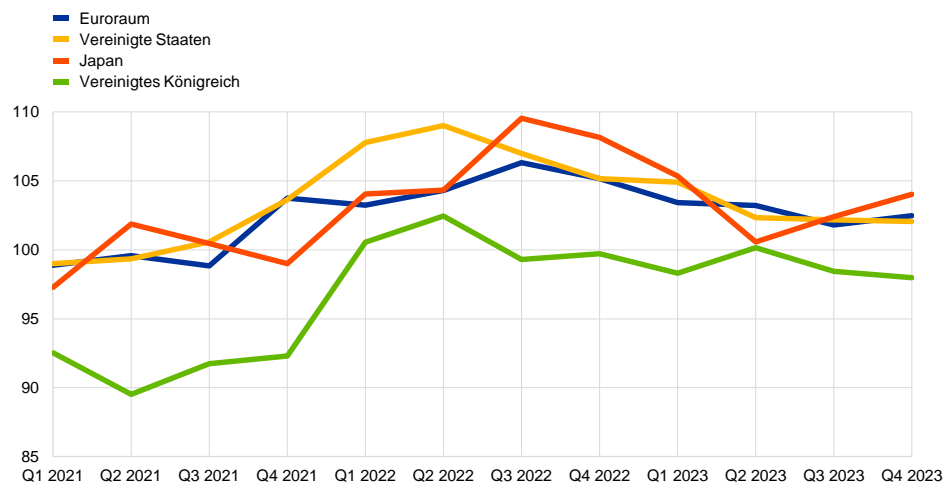
Das im Vergleich zur Wirtschaftstätigkeit langsamere Importwachstum im Jahr 2023 betraf nicht nur den Euroraum, sondern auch viele andere fortgeschrittene Volkswirtschaften. Die meisten Industrieländer verzeichneten 2023 einen ähnlichen Rückgang ihrer Importquote (siehe Abbildung B). Die im genannten Jahr verzeichnete Schwäche des Welthandels spiegelte eine weniger handelsintensive Zusammensetzung der globalen Wirtschaftsleistung sowie den Abbau des Auftragsüberhangs und der zuvor aufgebauten Lagerbestände wider.²

² Siehe EZB, [Der Welthandel in der Zeit nach der Pandemie](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 1/2024.

Abbildung B

Importquote ausgewählter Industrieländer

(Index: 2019 = 100)



Quellen: Eurostat und World Economic Outlook Database des IWF.

Anmerkung: Für die Vereinigten Staaten, Japan und das Vereinigte Königreich sind die gesamten realen Einfuhren von Waren und Dienstleistungen dargestellt. Für den Euroraum basieren die Angaben auf den realen Einfuhren von Waren und Dienstleistungen sowohl innerhalb des Euroraums als auch aus Drittländern. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023.

Der Rückgang der Importe und damit der Handelsintensität des BIP, die 2023 im Euroraum verzeichnet wurden, lassen sich weitgehend mit der Zusammensetzung der Nachfrage und dem Abbau der Lagerbestände erklären.

Ein maßgeblicher Faktor für die Importschwäche des Euroraums waren wie auch in anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften Verschiebungen in der Zusammensetzung der Nachfrage hin zu weniger handelsintensiven Komponenten. Aggregierte Messgrößen der Wirtschaftstätigkeit wie das BIP sind kein ideales Maß für die Importnachfrage, da sie weniger handelsintensiven Komponenten, die in Rezessionen oder wachstumsschwachen Phasen tendenziell antizyklisch wirken (z. B. Staatsausgaben), ein hohes Gewicht verleihen. Um solchen Effekten Rechnung zu tragen, bietet es sich an, die um die Importintensität bereinigte Nachfrage als Nachfragemass zu verwenden, da hier den importintensivsten Komponenten des BIP, wie Exporten und Investitionen, höhere Gewichte beigemessen werden.³ Durch die Verwendung der um die Importintensität bereinigten Nachfrage und eines verzögerten Indikators der Lagerbestände im Rahmen einer einfachen Regression lässt sich die Importabschwächung 2023 zu einem Großteil dem unverhältnismäßig starken Rückgang der handelsintensiven Komponenten der Endnachfrage zuschreiben (siehe Abbildung C). Aber auch die Wende im Lagerzyklus trug maßgeblich zu dieser Entwicklung bei, da die Unternehmen ihre Lagerbestände abbauten und damit die Importnachfrage verringerten.⁴

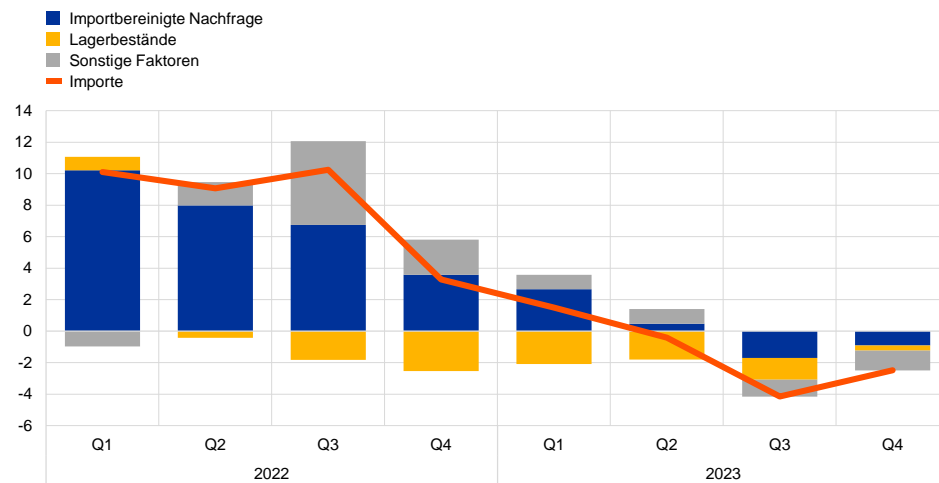
³ Die um die Importintensität bereinigte Nachfrage ist eine Messgröße für die Nachfrage, bei der Input-Output-Tabellen herangezogen werden, um sowohl direkte als auch indirekte Importe einzubeziehen. Siehe hierzu auch M. Bussière, G. Callegari, F. Ghironi, G. Sestieri und N. Yamano, [Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009](#), American Economic Journal, Bd. 5, Nr. 3, 2013.

⁴ Die um die Importintensität bereinigte Nachfrage wird in der Regel ohne Lagerbestände berechnet, da diese in den Input-Output-Tabellen sehr volatile Werte verzeichnen.

Abbildung C

Aufschlüsselung der Importentwicklung des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und Asiatische Entwicklungsbank.

Anmerkung: Die Gewichtung der Importintensität für die um die Importintensität bereinigte Nachfrage beruht auf Bussière et al. (2013). Die jährlichen Gewichte werden für den Zeitraum 2007-2022 berechnet. Anschließend wird der Durchschnitt gebildet. Für die Regression werden vierteljährliche Daten vom ersten Quartal 1996 bis zum dritten Quartal 2023 zugrunde gelegt. Die Lagerbestände werden anhand von Umfragedaten der Europäischen Kommission ermittelt.

Auch die Verlagerung der Binnennachfrage von Waren hin zu Dienstleistungen trug zur Importschwäche des Euroraums bei.

Die anderen in Abbildung C dargestellten Faktoren könnten mit der Verlagerung des Konsums von Waren hin zu Dienstleistungen zusammenhängen, die dazu führte, dass die privaten Konsumausgaben im Jahresverlauf 2023 weniger importintensiv wurden (siehe Abbildung D). Während der Importanteil am Warenkonsum 2022 bei 51 % lag, belief er sich beim Dienstleistungskonsum auf 13 %.⁵ Das im Vergleich zum verarbeitenden Gewerbe raschere Wachstum des Dienstleistungssektors im Jahr 2023 spiegelt wider, dass sich das Wiederhochfahren der Wirtschaft nach der Pandemie, die geldpolitische Straffung und der Anstieg der Energiepreise unterschiedlich ausgewirkt haben.⁶ Die realen Gas- und Ölimporte des Euroraums sanken 2023 im Vorjahresvergleich um 7 % bzw. 5 %. Grund hierfür war der infolge des außerordentlich kräftigen Preisschubs bei Energierohstoffen geringere Energieverbrauch.

Mit Blick auf die Zukunft dürfte sich die Importquote des Euroraums erholen.

Wie aus den von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom März 2024 hervorgeht, dürfte die Erholung der importintensiveren Komponenten auf mittlere Sicht dazu führen, dass die Handelsintensität des euroraumweiten BIP wieder zu ihrem langfristigen Trend zurückkehrt.⁷ Auf kurze

⁵ Die Importintensitäten werden gemäß Bussière et al. (2013) berechnet. Sie sind im Zeitverlauf sehr stabil. Der Durchschnittswert für Waren lag im Zeitraum 2007-2022 bei 43 % und für Dienstleistungen bei 10 %.

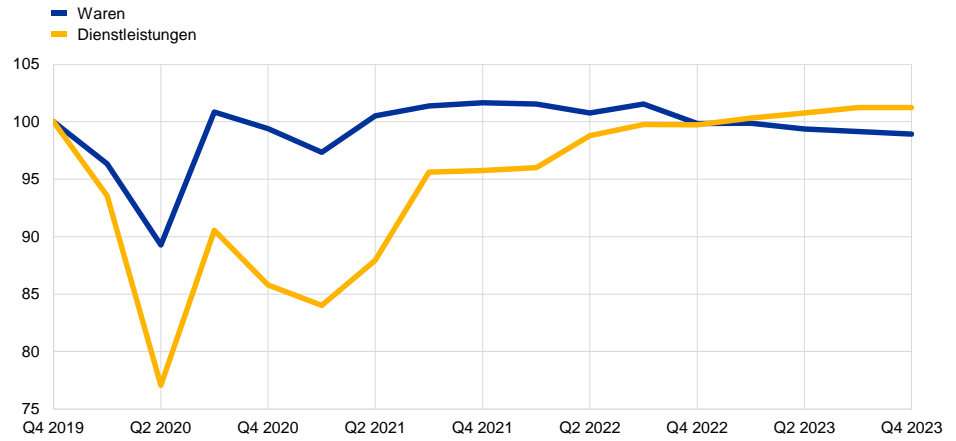
⁶ Siehe EZB, [Wie zeigen sich die Effekte des Wiederhochfahrens der Wirtschaft in den Ländern des Euroraums und den einzelnen Wirtschaftssektoren?](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 6/2023; EZB, [Geldpolitik und jüngste Abschwächung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 8/2023; EZB, [Auswirkung höherer Energiepreise auf den Konsum von Waren und Dienstleistungen im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 8/2022.

⁷ Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB](#), März 2024.

Sicht deuten die zukunftsgerichteten Indikatoren der privaten Konsumausgaben darauf hin, dass der Warenkonsum 2024 einen robusteren Anstieg verzeichnen wird als der Dienstleistungskonsum. Zusammen mit dem nachlassenden Lagerabbau dürfte dies zu einer höheren Importintensität der Nachfragekomponenten führen.

Abbildung D
Reale private Konsumausgaben im Euroraum

(Index: Q4 2019 = 100)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023.

3 Wie groß ist die Belastung privater Haushalte durch die Wohnkosten? Erkenntnisse aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen

Omiros Kouvavas und Desislava Rusinova

In den vergangenen Quartalen sind die Wohnkosten der privaten Haushalte im Euroraum, darunter auch die Hypothekenzinsen, gestiegen. Laut der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES) haben sich die Wohnkosten der privaten Haushalte in den elf größten Ländern des Euroraums seit Ausbruch der Corona-Pandemie sowie vor dem Hintergrund des Energiepreisanstiegs erhöht. Steigerungen waren bei den Mietpreisen, den Hypothekenzahlungen sowie den Instandhaltungs- und den Nebenkosten (wie etwa Gas, Strom und Wasser) zu verzeichnen.¹ In Abbildung A, Grafik a ist die Entwicklung der monatlichen Gesamtbelastung für Eigentümer ohne Hypothek, Mieter und Hypothekenschuldner dargestellt. Im Januar 2024 beliefen sich die Gesamtwohnkosten der privaten Haushalte, einschließlich Nebenkosten, Instandhaltungskosten sowie Miete oder Hypothekenzahlungen, auf durchschnittlich 765 € pro Monat. Der Umfrage zufolge erhöhten sich die durchschnittlichen Wohnkosten im Zeitraum von Juli 2022 – dem Beginn des Zinserhöhungszyklus – bis Januar 2024 kumuliert um rund 10,2 %. Dem stand ein kumulierter Anstieg des HVPI von 5,5 % gegenüber. Zudem hat auch die Streuung der monatlichen Wohnkosten bei allen Eigentumsverhältnissen zugenommen. So scheinen insbesondere bei Hypothekenschuldnern die Kosten am oberen Ende der Verteilung gestiegen zu sein, während sie am unteren Ende relativ konstant geblieben sind. Die stärkere Streuung könnte auf unterschiedlich starke Effekte bei den einzelnen Hypothekenschuldnern hindeuten. Während Privathaushalte mit bestehenden Festzinshypotheken bislang noch kaum von der geldpolitischen Straffung der EZB und dem sukzessiven Anstieg der Hypothekenzinsen betroffen sind, haben Haushalte, die neue Kredite aufnehmen oder bestehende Hypotheken verlängern oder refinanzieren müssen, bereits höhere Zinsausgaben zu tragen.

Die Wohnkosten sind je nach Eigentumsverhältnis und Land unterschiedlich.

In Abbildung A, Grafik b ist die prozentuale Veränderung der Wohnkosten von Juli 2022 bis Januar 2024 für alle drei Haushaltskategorien (Eigentümer ohne Hypothek, Hypothekenschuldner und Mieter) dargestellt. Bei den Eigentümern ohne Hypothek sind die Gesamtwohnkosten um rund 6 % gestiegen, bei den Hypothekenschuldnern und den Mieterhaushalten hingegen um 12 % bzw. 9 %. Dabei spielen jeweils unterschiedliche Faktoren eine Rolle: Bei Eigentümern ohne Hypothek ist die Veränderung auf steigende Kosten der Instandhaltung zurückzuführen. Die Nebenkosten sind indes leicht gesunken, da sich der Preisauftrieb bei Energie nach dem sprunghaften Anstieg im Jahresverlauf 2022 zuletzt abgeschwächt hat. Hauptfaktor bei Hypothekenschuldnern ist der Anstieg der Hypothekenzahlungen, der höheren Zinskosten zuzuschreiben war, die variabel

¹ Allgemeine Informationen zur Umfrage finden sich in: EZB, [ECB Consumer Expectations Survey: overview and first evaluation](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 287, 2021.

verzinsliche Darlehen sowie vor allem neue, verlängerte oder refinanzierte Hypothekarkredite betrafen. Bei Mieterhaushalten haben sich die Kosten weitgehend analog zu den Mietpreisen und den Nebenkosten entwickelt. Grund hierfür ist, dass Mieter unerwartete Ausgaben² nicht so leicht auffangen können.³ Mit Blick auf die einzelnen Länder des Euroraums geht aus Abbildung A, Grafik c hervor, dass die Wohnkosten von Land zu Land sehr unterschiedlich sind und dass die Differenz zwischen den Kosten ohne und den Kosten mit Hypothekenzahlungen erheblich ist. Dies gilt insbesondere für Länder wie Italien und Spanien, die tendenziell einen höheren Anteil an variabel verzinslichen Hypotheken aufweisen.

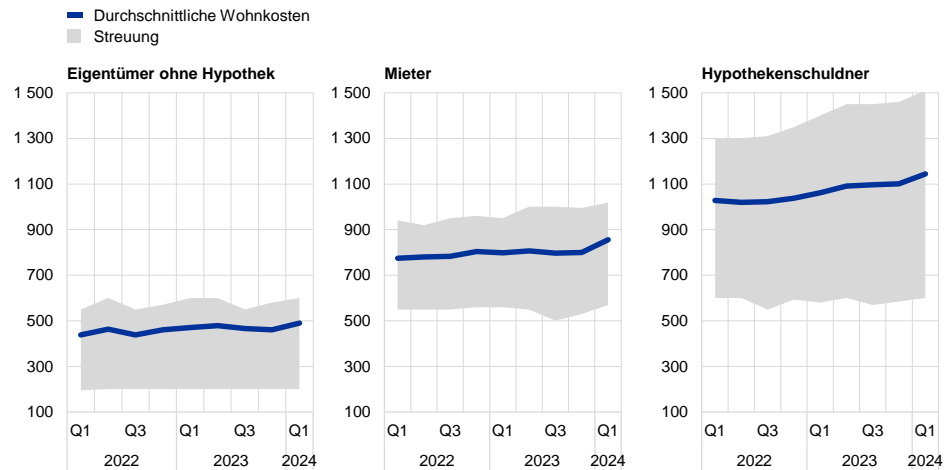
² Weitere Informationen zu den je nach Wohneigentumsverhältnis unterschiedlichen Auswirkungen der Nebenkosten finden sich etwa in: M. Carliner, [Reducing Energy Costs in Rental Housing – The Need and the Potential](#), Research Brief, Nr. 13, Ausgabe 2, Joint Center for Housing Studies of Harvard University, 2013.

³ Die Hypothekenzinsen machen einen erheblichen Teil der Nutzungskosten für Wohneigentum aus. Ihr Anstieg hängt mit den jüngsten Zinsänderungen zusammen. Die Zunahme der Nutzungskosten für Wohneigentum steht dagegen auch im Zusammenhang mit den schon seit geraumer Zeit rückläufigen Wohnungsbauinvestitionen. Siehe hierzu Kasten 4 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Abbildung A Durchschnittliche Wohnkosten

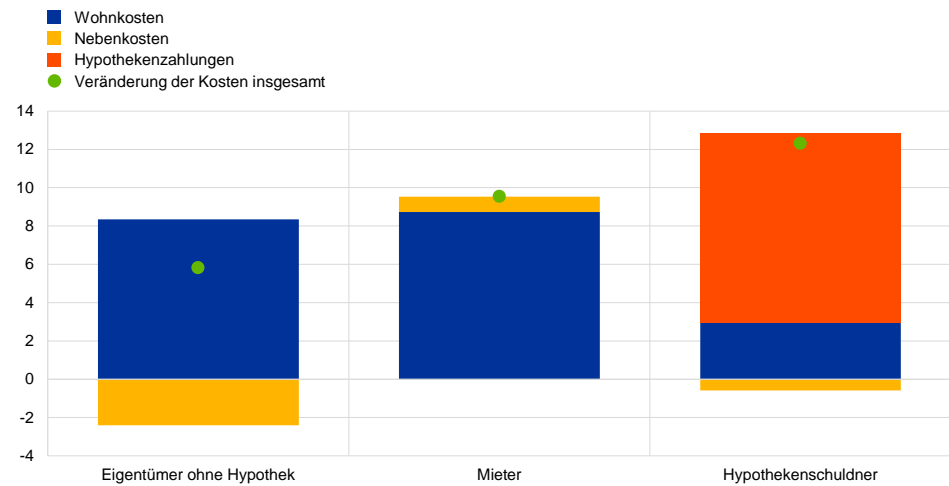
a) Nach Wohneigentumsverhältnissen (Zeitverlauf)

(monatliche Kosten in €)



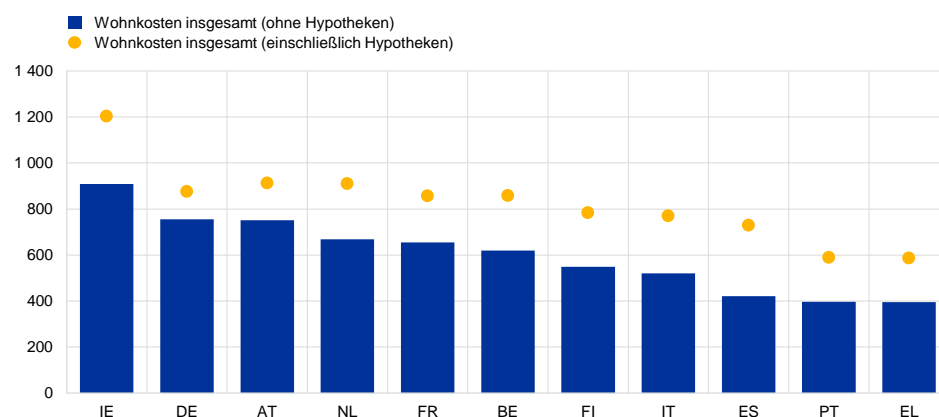
b) Kumulierte Veränderung (Juli 2022 bis Januar 2024)

(Veränderung in %; Beiträge in Prozentpunkten)



c) Nach Ländern (Stand: Januar 2024)

(monatliche Kosten in €)



Quellen: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Berechnungen basieren auf gewichteten Schätzungen. Die durchschnittlichen Gesamtwohnkosten umfassen die Kosten für die Instandhaltung, die Nebenkosten sowie die Mieten bei Mieterhaushalten bzw. die Tilgungszahlungen bei Hypothekenschuldnern. Diese Kosten sind für jedes Eigentumsverhältnis winsorisiert. Bei Hypothekenschuldnern wird angenommen, dass die Darlehenstilgung primär aus der Rückzahlung der Darlehenssumme und den Hypothekenzinsen besteht. In Grafik b umfassen die Wohnkosten die Instandhaltung und bei Mietern auch die Miete. In Grafik c sind die Länder in absteigender Reihenfolge nach Wohnkosten angeordnet.

Seit 2022 wurde der Anstieg der Wohnkosten durch das Wachstum des nominalen Einkommens der privaten Haushalte weitgehend ausgeglichen; das Verhältnis der Wohnkosten zum Einkommen ist somit relativ stabil geblieben.

Die Wohnkostenquote, definiert als die Gesamtwohnkosten in Relation zum verfügbaren Einkommen, ist seit Jahresbeginn 2022 insgesamt unverändert geblieben. Dies trifft im Wesentlichen auf alle Haushaltskategorien zu, d. h. auf Eigentümer ohne Hypothek, Mieter und Hypothekenschuldner (siehe Abbildung B, Grafik a). Die Wohnkosten machen bei Eigentümern ohne Hypothek rund 20 %, bei Mietern 40 % und bei Hypothekenschuldnern 35 % des verfügbaren Einkommens aus. Allerdings fällt die jeweilige Quote in den einzelnen Einkommensgruppen unterschiedlich aus: Unter den Privathaushalten mit Hypothekarkrediten und den Mieterhaushalten stieg die Wohnkostenquote bei den einkommensstärksten 20 % leicht an, bei den einkommensschwächsten 50 % blieb sie hingegen relativ stabil. Darin spiegelt sich einerseits die Tatsache wider, dass private Haushalte mit höherem Einkommen eher Hypotheken und in der Regel auch höhere Darlehenssummen aufnehmen. Andererseits war bei Privathaushalten mit niedrigerem Einkommen ein stärkeres Einkommenswachstum zu verzeichnen. Dies ist möglicherweise unter anderem auf die zielgerichteten Maßnahmen zur Einkommensstützung zurückzuführen, die zuletzt von den Regierungen der größeren Euro-Länder ergriffen wurden.⁴ Wie Abbildung B, Grafik b zeigt, trägt die Berücksichtigung der Hypothekenzahlungen als Faktor erheblich zur durchschnittlichen Wohnkostenbelastung bei.

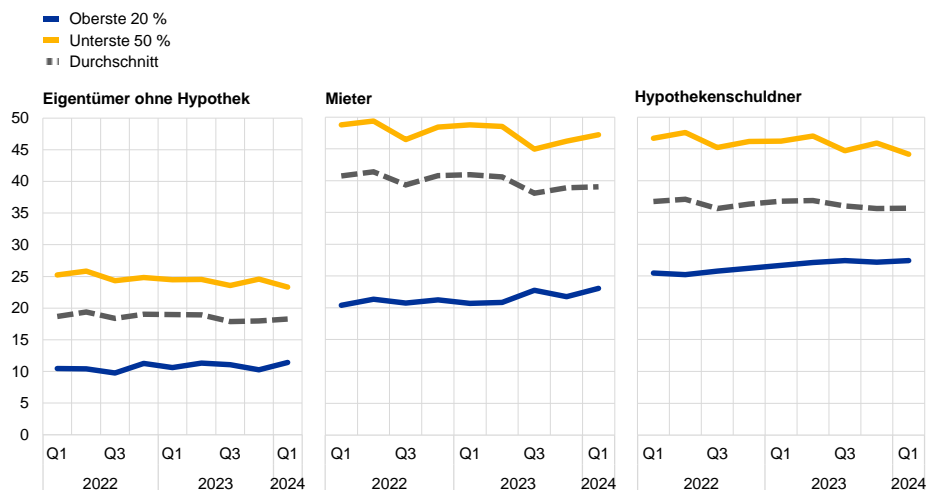
⁴ Siehe EZB, [Grundlagenbeitrag zur Messung der Einkommen der privaten Haushalte](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 8/2023.

Abbildung B

Verhältnis der Wohnkosten zum Einkommen

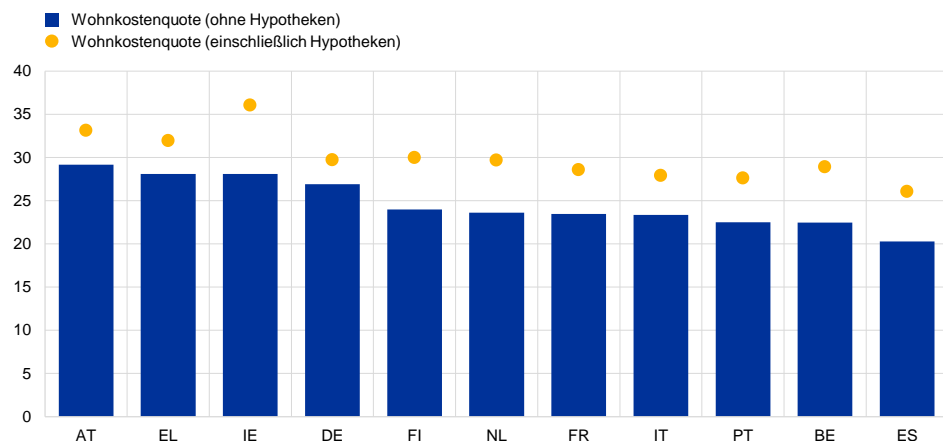
a) Nach Wohneigentumsverhältnissen (Zeitverlauf)

(in %)



b) Nach Ländern (Stand: Januar 2024)

(in %)



Quellen: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Wohnkostenquote wird auf Mikroebene je Haushalt anhand der Wohnkosten dividiert durch das verfügbare Einkommen berechnet. Der Mittelwert der Wohnkostenquote privater Haushalte wird dann für die einzelnen Wohneigentumsverhältnisse je Land ermittelt. Die Länder sind in absteigender Reihenfolge nach Wohnkostenquote angeordnet.

Bei den unteren Einkommensgruppen ist ein erheblicher Anteil der privaten Haushalte durch ihre Wohnkosten übermäßig belastet.

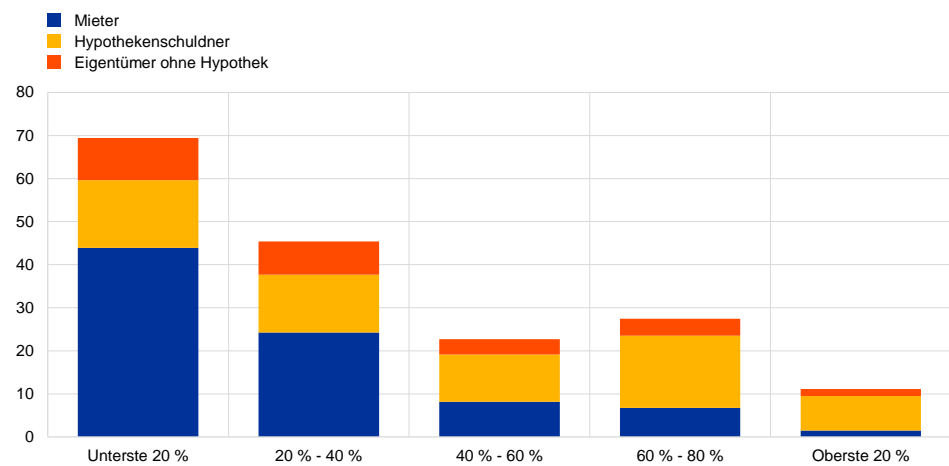
Gemäß Definition von Eurostat gelten private Haushalte als übermäßig belastet, wenn ihre gesamten wohnungsbezogenen Kosten mehr als 40 % ihres verfügbaren Einkommens ausmachen. Abbildung C zeigt die nach Einkommensquintilen aufgeschlüsselten Anteile der übermäßig belasteten privaten Haushalte für die einzelnen Eigentumsverhältnisse in den elf Ländern des Euroraums, die in der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen erfasst sind. Die Anteile variieren je nach Einkommensgruppe sehr stark. Im untersten Einkommensquintil liegt der Anteil der Haushalte mit übermäßiger Belastung bei mehr als 60 %. Besonders betroffen sind Mieterhaushalte. Zwar ist der Anteil der übermäßig belasteten Haushalte in den höheren Einkommensquintilen deutlich geringer, doch liegt er im zweiten und dritten

Einkommensquintil immerhin noch bei rund 45 % bzw. über 20 %. Bei den Privathaushalten mit höherem Einkommen sind vor allem Hypothekenschuldner, die Probleme bei der Rückzahlung ihrer Hypothek haben, übermäßig belastet. Auffallend ist, dass der Anteil der übermäßig belasteten Haushalte im vierten Einkommensquintil aufgrund der Hypothekenschuldner höher als im dritten Einkommensquintil ist. Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass diese privaten Haushalte in der zurückliegenden Niedrigzinsphase gemessen an ihrem Einkommen überproportional mehr Hypothekenschulden aufgenommen haben.

Abbildung C

Anteil der übermäßig belasteten privaten Haushalte nach Einkommensquintilen
(Stand: Januar 2024)

(Anteil der Befragten in %)



Quellen: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Berechnungen basieren auf gewichteten Schätzungen. Der Anteil der gemessen am verfügbaren Einkommen übermäßig belasteten Haushalte (Überlastungsquote) entspricht dem Anteil der privaten Haushalte, deren Wohnkosten 40 % ihres verfügbaren Einkommens übersteigen. Berechnet wird die Überlastungsquote für alle drei Wohneigentumsverhältnisse. Der für jedes Wohneigentumsverhältnis gemessene Anteil der übermäßig belasteten Haushalte wird dann gestapelt, um den Gesamtanteil der übermäßig belasteten Haushalte je Einkommensquintil zu erhalten.

In den vergangenen Monaten haben mehr private Haushalte – insbesondere solche mit niedrigerem Einkommen – angegeben, dass sie damit rechnen, bei ihrer Miete oder ihren Hypothekenzahlungen und/oder der Zahlung ihrer Nebenkosten in Verzug zu geraten. Angesichts der gegenwärtigen und künftigen Auswirkungen der gestiegenen Zinsen und der Kaufkraftverluste infolge der Inflation besteht die Sorge, dass vor allem einkommensschwächere Haushalte sich ihre wohnungsbezogenen Kosten und Hypothekenzahlungen nicht mehr leisten können. In den letzten Jahren gaben etwa 5 % bis 10 % der einkommensschwachen Haushalte an, bei Miet- oder Hypothekenzahlungen und/oder Nebenkosten in den vergangenen drei Monaten in Zahlungsverzug geraten zu sein (siehe Abbildung D, Grafik a). Dieser Anteil ist im Zeitverlauf relativ stabil geblieben, wenngleich er im ersten Quartal 2024 leicht zurückging. Dagegen ist der zukunftsgerichtete Indikator für das Risiko eines Zahlungsverzugs (gemessen als Anteil der privaten Haushalte, die in den kommenden drei Monaten mit einem Zahlungsverzug rechnen) bei den Haushalten mit niedrigerem Einkommen deutlich gestiegen. Im ersten Quartal 2024 erhöhte sich der Anteil der Privathaushalte, die mit einem Zahlungsverzug bei den Nebenkosten oder der Miete rechneten, von rund 15 % im Jahr 2023 auf über 20 %.

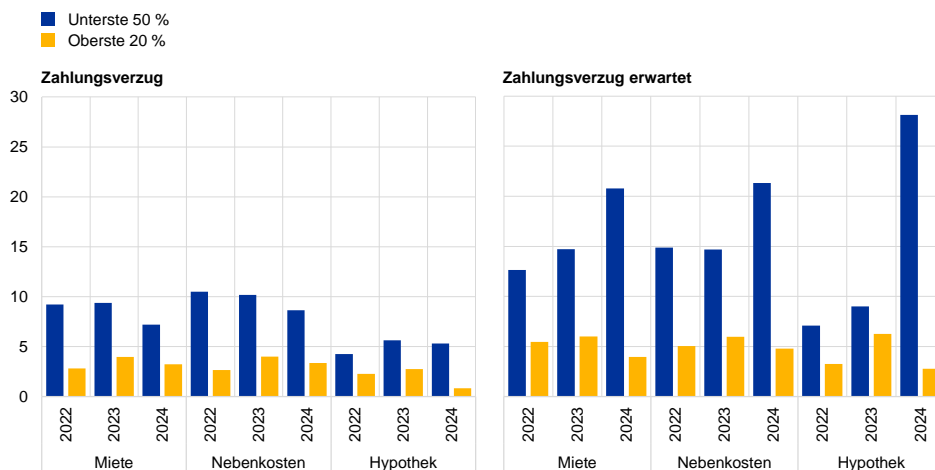
Der Anteil der Haushalte, die mit einem Zahlungsverzug bei den Hypothekenzahlungen rechneten, verdoppelte sich nahezu auf 30 %.

Die Wohnkostenquote korreliert positiv mit der Häufigkeit des Zahlungsverzugs, wobei die Korrelation bei Hypothekenschuldnern und Mieterhaushalten am stärksten ist. Das durchschnittliche Verhältnis der Wohnkosten zum Einkommen variiert ebenso wie die Häufigkeit des Zahlungsverzugs bei allen Haushaltskategorien von Land zu Land erheblich. Dabei ist jedoch bei allen Eigentumsverhältnissen eine starke Korrelation zu beobachten (siehe Abbildung D, Grafik b). Am stärksten ist das Risiko eines Zahlungsverzugs angesichts zunehmender Wohnkosten für Mieterhaushalte gestiegen. Diese weisen auch die höchsten Durchschnittswerte bei der Wohnkostenquote und der Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsverzugs auf. Bei Mietern ist jede Veränderung der beiden Indikatoren, die bei den einkommensschwächeren Haushalten tendenziell häufiger auftritt, sorgfältig zu beobachten, da dies erhebliche Folgen sowohl für das Konsumverhalten der privaten Haushalte als auch für ihre Verschuldung haben könnte.

Abbildung D Zahlungsverzug

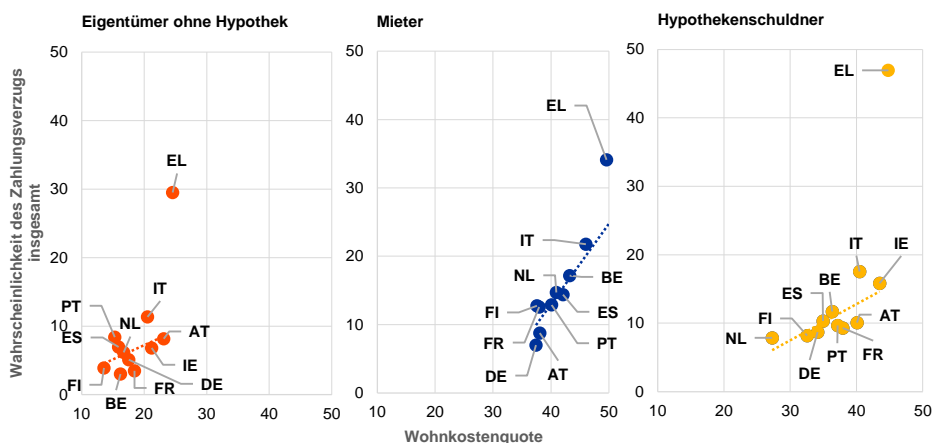
a) Nach Art des Zahlungsverzugs (Zeitverlauf)

(Anteil der Befragten nach Einkommen in %)



b) Nach Wohneigentumsverhältnissen in den einzelnen Ländern

(Anteil der Befragten in %; in % des Einkommens)



Quellen: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Berechnungen basieren auf gewichteten Schätzungen. In Grafik a bezieht sich die Wohnkostenquote auf die Summe der relevanten Kostenkategorien (Miete, Hypothek, Nebenkosten und Instandhaltungskosten) bei den einzelnen Wohneigentumsverhältnissen, dividiert durch das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte. Der Indikator für den Zahlungsverzug nimmt den Wert 1 an, wenn ein Haushalt in den vergangenen drei Monaten in zumindest einer Kostenkategorie in Zahlungsverzug geraten ist. Der Indikator für den erwarteten Zahlungsverzug nimmt den Wert 1 an, wenn ein Haushalt damit rechnet, in den kommenden drei Monaten in zumindest einer Kostenkategorie in Zahlungsverzug zu geraten. Die Werte für 2022 und 2023 sind Jahresdurchschnittswerte, der Wert für 2024 umfasst nur den Monat Januar 2024. In Grafik b bezieht sich die Wohnkostenquote auf das durchschnittliche Verhältnis der Gesamtwohnkosten zum verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte für die einzelnen Wohneigentumsverhältnisse (berechnet auf Mikroebene). Griechenland ist in den Regressionslinien nicht enthalten.

Wohnungsbauinvestitionen und Nutzungskosten für Wohneigentum im Euroraum

Niccolò Battistini und Johannes Gareis

Die Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum sind seit ihrem nach der Pandemie erreichten Höchststand insgesamt deutlich gesunken. Vom ersten Quartal 2022 bis zum vierten Quartal 2023 verringerten sie sich um rund 4 %. Dabei gingen sie in Deutschland und Frankreich besonders stark zurück, wohingegen sie in Spanien leicht und in Italien erheblich anstiegen. Vorausgegangen waren diesem euroraumweiten Rückgang eine drastische Zunahme der Baukosten während der Pandemie sowie eine deutliche Erhöhung der langfristigen risikofreien Zinssätze ab dem Beginn des jüngsten geldpolitischen Straffungszyklus Ende 2021. Der Zinsanstieg ging zudem mit einer Verschärfung der Kreditrichtlinien der Banken einher, was wiederum zu steigenden Hypothekenzinsen und einer Verlangsamung der Kreditströme beitrug. Diese Entwicklungen und der anschließende Rückgang der Wohnimmobilienpreise führten – gemessen an den Nutzungskosten für Wohneigentum – zu einer Zunahme der impliziten Lebenshaltungskosten von Wohneigentümern. Da sich der Anstieg der Hypothekenzinsen und der Rückgang der Wohnimmobilienpreise offenbar verlangsamten oder sich sogar bis zu einem gewissen Grad umkehren, stellt sich die Frage, wie sich die Wohnungsbauinvestitionen in nächster Zeit entwickeln werden. Im vorliegenden Kasten wird dieser Frage nachgegangen. Dafür wird das aktuelle Niveau der Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum im Verhältnis zu einer neu entwickelten Messgröße, der Nutzungskosten für Wohneigentum, untersucht.¹

Die Nutzungskosten für Wohneigentum sind ein fundamentaler Bestimmungsfaktor der Wohnungsbauinvestitionen.² Die Finanzierbarkeit von Wohnimmobilien lässt sich anhand der Kosten des Kapitals messen, das ein privater Haushalt in seine Immobilie investiert, d. h. anhand der Nutzungskosten für Wohneigentum.³ Diese Messgröße entspricht den Opportunitätskosten, die entstehen, wenn der Eigentümer eine Immobilie selbst bewohnt, anstatt (gegenwärtig oder zukünftig) sonstige Waren und Dienstleistungen zu konsumieren.

¹ In Kasten 3 des vorliegenden Wirtschaftsberichts werden die wohnungsbezogenen Kosten auf der Grundlage von Erkenntnissen aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen erörtert.

² Aus den Nutzungskosten für Wohneigentum ergibt sich die Miete, die der betreffende Privathaushalt zu zahlen hätte, wenn er sein Eigenheim mieten würde. Deshalb zog die EZB im Rahmen ihrer jüngsten Strategieüberprüfung in Erwägung, diese „unterstellte Miete“ als möglichen Indikator für Preisindizes für selbst genutztes Wohneigentum heranzuziehen, um den Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) zu verbessern. Die Kosten für selbst genutztes Wohneigentum wurden jedoch als ungeeignet erachtet. Dies lag in erster Linie daran, dass sie auch Zinszahlungen umfassen, wodurch eine direkte Verbindung zu den Leitzinsen der EZB entstünde. Siehe hierzu auch EZB, [Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review](#), Occasional Paper Series, Nr. 265, 2021; EZB, [Berücksichtigung von selbst genutztem Wohneigentum bei der Inflationsmessung](#), Wirtschaftsbericht 1/2022.

³ Die Finanzierbarkeit von Wohnimmobilien wird häufig auch an den Ausgaben gemessen, die private Haushalte für die Finanzierung von Wohneigentum tätigen müssen. Dies stellt eine engere Definition von Finanzierbarkeit dar als im Fall der Nutzungskosten von Wohneigentum. Ein Vergleich der beiden Konzepte findet sich in: M. Haffner, und K. Heylen, *User Costs and Housing Expenses. Towards a more Comprehensive Approach to Affordability*, Housing Studies, Bd. 26, Ausgabe 4, 2011, S. 593-614.

Sie ist daher ein wichtiger Bestimmungsfaktor für Wohnungsbauinvestitionen.⁴ Die Nutzungskosten für Wohneigentum werden in der Regel als prozentualer Anteil am Wert der jeweiligen Wohnimmobilie ausgedrückt und enthalten sowohl Kosten als auch diesen gegenüberstehende nutzenstiftende Elemente. Dazu zählen a) Aufwendungen für Hypothekenzinsen, die die Kosten des Schuldendienstes zur Finanzierung der Immobilie abbilden, b) entgangene Einnahmen, die die nicht realisierten Erträge aus der Anlage in einen anderen Vermögenswert (außer Wohnimmobilien) messen, c) erwartete Kapitalerträge, die die Kostensenkung aufgrund der erwarteten Wertsteigerung des Hauses widerspiegeln, d) das Verhältnis von Kreditvolumen zum Immobilienwert (loan-to-value ratio – LTV), welches das relative Gewicht der Kosten für den Schuldendienst in Relation zu den entgangenen Einnahmen bestimmt, e) Nettosteuern, einschließlich Grundsteuer sowie Steuererleichterungen für den Schuldendienst und Steuern auf entgangene Einnahmen, und f) sonstige Faktoren, darunter Instandhaltungs- und Reparaturkosten, Wertminderung und Risikoprämien.⁵ Bei gebündelter Betrachtung der Posten d), e) und f) steigen die Nutzungskosten für Wohneigentum mit zunehmenden Kosten des Schuldendienstes, entgangenen Einnahmen, erwarteten Kapitalverlusten oder Steuerzahlungen (netto) und sonstigen Aufwendungen. Dadurch sinkt der Betrag, den private Haushalte bereit sind, in selbst genutztes Wohneigentum zu investieren. Im Ergebnis lässt sich festhalten, dass die Nutzungskosten für Wohneigentum eine weit gefasste Messgröße für die Kosten des Eigentums an und der Nutzung von Wohnimmobilien darstellen. Sie spiegeln den Konsum von Wohnungsdienstleistungen wider, auf dem die Entscheidung eines Privathaushalts basiert, in Wohneigentum zu investieren.

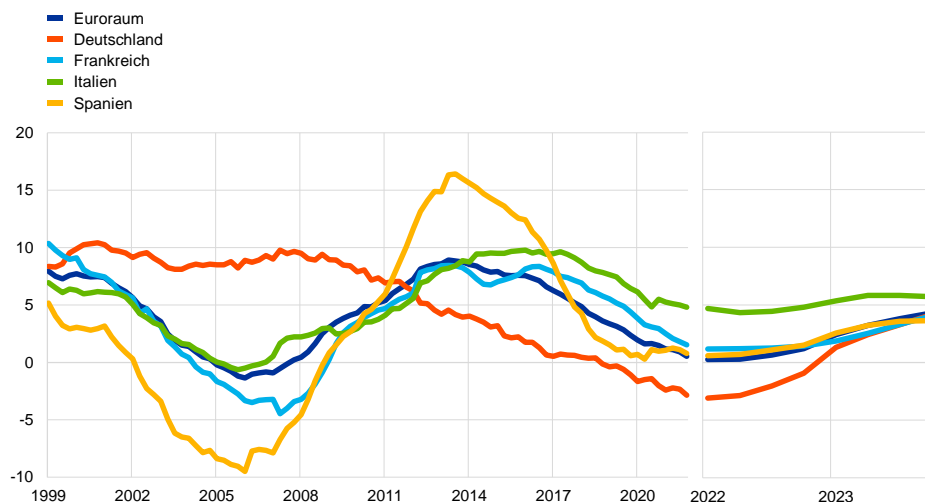
⁴ Eine weitere wichtige Determinante der Wohnungsbauinvestitionen ist Tobins q, das Verhältnis des Wohnimmobilienpreises zu den Wiederbeschaffungskosten. Eine klassische Referenz zum Konzept der Nutzungskosten für Wohneigentum ist: J. Poterba, Tax Subsidies to Owner-occupied Housing: An Asset Market Approach, Quarterly Journal of Economics, Bd. 99, Ausgabe 4, 1984, S. 729-752. Tobins q wird definiert in: J. Tobin, A General Equilibrium Approach to Monetary Theory, Journal of Money, Credit and Banking, Bd. 1, Nr. 1, 1969, S. 15-29. Eine empirische Anwendung von Tobins q auf den Wohnimmobilienmarkt findet sich in: EZB, [Evaluating housing market risks using a combined demand-supply framework](#), Macroeconomic Bulletin, Ausgabe 23, 2023.

⁵ Die Nutzungskosten für Wohneigentum ω werden mit folgender Formel berechnet: $\omega = [\lambda(1 - \tau^M)r^M + (1 - \lambda)(1 - \tau^I)r^F - \pi^e + \kappa](1 + \tau^T)$. Dabei steht λ für das LTV, τ^M für den steuerlich abzugsfähigen Teil der Hypothekenzinsen, r^M für den Hypothekenzinssatz, τ^I für den Steuersatz auf Zinserträge, r^F für den Zinssatz einer alternativen Anlage, π^e für die erwarteten Kapitalerträge, τ^T für den Grunderwerbssteuersatz und κ für sonstige Faktoren wie beispielsweise die wiederkehrende Grundsteuer, die Instandhaltungskosten, die Wertminderung und die Risikoprämien. Im vorliegenden Kasten wird r^M anhand vierteljährlicher Daten zu den Bankzinsen für neue Wohnungsbaukredite an private Haushalte gemessen. Zur Ermittlung von r^F werden die zehnjährigen Zinssätze für Tagesgeld-Swaps (OIS-Sätze) im Euroraum herangezogen. π^e wird schließlich auf der Grundlage des gleitenden Fünfjahresdurchschnitts des jährlichen Wachstums der Wohnimmobilienpreise berechnet. Diese Daten werden mit Informationen zu Steuersätzen und strukturellen Merkmalen des Wohnungsbaus und der Wohnungsbaufinanzierung verknüpft, die aus dem [EU Science Hub](#) stammen. Siehe hierzu S. Barrios, C. Denis, V. Ivaškaitė-Tamošiūnė, A. Reut und E. V. Torres, [Housing taxation: a new database for Europe](#), JRC Working Papers on Taxation and Structural Reforms, Nr. 08, Europäische Kommission, 2019. Für die erwarteten Kapitalerträge wird ein Zeitraum von fünf Jahren angesetzt, der die Tendenz der privaten Haushalte widerspiegelt, die jüngsten Preissteigerungen bei Wohnimmobilien in die künftigen Erwartungen fortzuschreiben. Siehe J. Muellbauer, When is a Housing Market Overheated Enough to Threaten Stability?, Reserve Bank of Australia, RBA Annual Conference Volume – 2012, in: Property Markets and Financial Stability, S. 73-105.

Abbildung A

Nutzungskosten für Wohneigentum im Euroraum

(in % p. a.)



Quellen: Barrios et al. (a. a. O.), Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Nutzungskosten für Wohneigentum im Euroraum stellen den gewichteten Durchschnitt der nationalen Kostenmessgrößen dar. Dabei wird das Wohnimmobilienvermögen der privaten Haushalte als Gewichtungsfaktor herangezogen.

Die Nutzungskosten für Wohneigentum im Euroraum sind in den letzten beiden Jahren deutlich gestiegen, was vor allem höheren Kosten für den Schuldendienst zuzuschreiben ist.

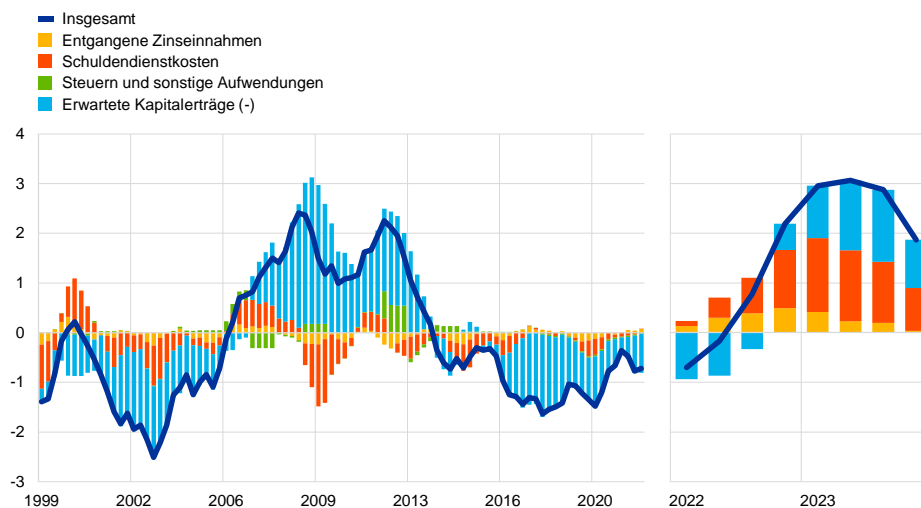
Seit 1999 schwanken die Nutzungskosten für Wohneigentum im Euroraum erheblich. Sie erreichten zu Beginn der globalen Finanzkrise 2007/2008 einen historischen Tiefstand und lagen am Ende der Staatsschuldenkrise im Eurogebiet 2010-2012 auf einem Höchststand (siehe Abbildung A). Nachdem die Nutzungskosten für Wohneigentum im Anschluss an die Staatsschuldenkrise über lange Zeit gesunken waren, stiegen sie im Verlauf der jüngsten geldpolitischen Straffungsphase deutlich an. Auf Länderebene war der Anstieg in Deutschland besonders ausgeprägt. Was die Bestimmungsfaktoren anbelangt, so sind die Schwankungen der Nutzungskosten für Wohneigentum in erster Linie auf Veränderungen bei den erwarteten Kapitalerträgen zurückzuführen (siehe Abbildung B, Grafik a). Die jüngste Kostensteigerung ist jedoch vor allem durch die gestiegenen Schuldendienstkosten bedingt, die sich im Einklang mit früheren, von spürbaren Änderungen der geldpolitischen Zinssätze geprägten Phasen ergeben haben. Während die höheren Schuldendienstkosten in Frankreich, Italien und Spanien der wichtigste Faktor für den Anstieg der Nutzungskosten sind, spielen in Deutschland die erwarteten Kapitalverluste eine größere Rolle. Dies zeigt sich auch im vergleichsweise starken Rückgang der Wohnimmobilienpreise seit Beginn der jüngsten geldpolitischen Straffung (siehe Abbildung B, Grafik b).

Abbildung B

Bestimmungsfaktoren der Nutzungskosten für Wohneigentum

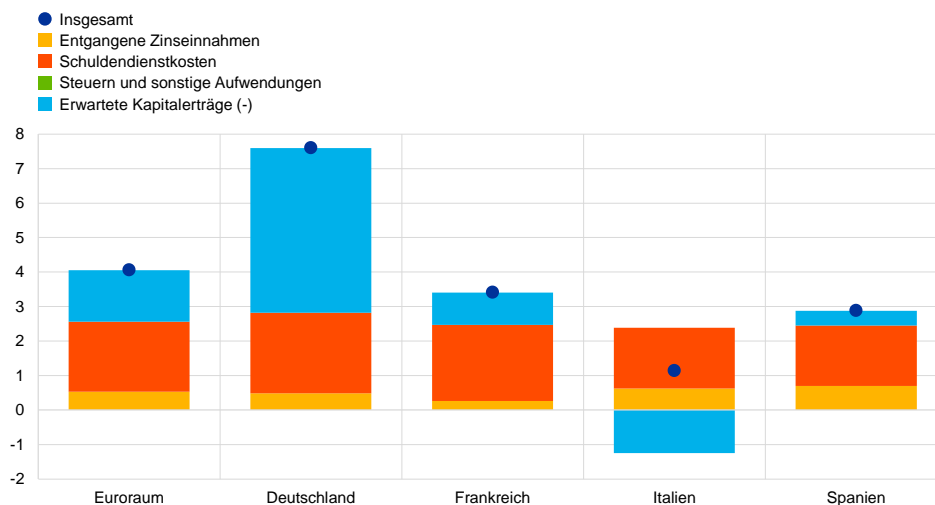
a) Veränderung der Nutzungskosten für Wohneigentum im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %; in Prozentpunkten; Beiträge in Prozentpunkten)



b) Jüngste Veränderung der Nutzungskosten für Wohneigentum im Euroraum und in den vier größten Volkswirtschaften des Euroraums

(Veränderung von Q1 2022 bis Q4 2023; in Prozentpunkten; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Barrios et al. (a. a. O.), Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die erwarteten Kapitalerträge wirken den sonstigen Wohnkosten entgegen und sind daher mit einem negativen Vorzeichen in den Nutzungskosten für Wohneigentum enthalten.

Im vorliegenden Kasten wird ein empirisches Modell verwendet, um die Höhe der Wohnungsbauinvestitionen und die Nutzungskosten für Wohneigentum in Relation zueinander zu setzen. Ein lineares Regressionsmodell verknüpft die Höhe der Wohnungsbauinvestitionen mit den kontemporären und verzögerten Werten der Nutzungskosten für Wohneigentum und dem verzögerten Niveau des Wohnimmobilienbestands. Somit bildet das Modell den historischen Zusammenhang zwischen den Wohnungsbauinvestitionen und den Nutzungskosten für Wohneigentum ab. Dabei ermöglichen die verzögerten Werte der Nutzungskosten für Wohneigentum eine allmähliche Reaktion der privaten Haushalte auf

Veränderungen der Wohnkosten und die Modellierung von Marktfraktionen (z. B. Mangel an verfügbarem Bauland oder überbordende Bürokratie).⁶ Entspricht die Modellprognose dem tatsächlichen Niveau der Wohnungsbauinvestitionen, so lassen sich deren Veränderungen mit Veränderungen der Nutzungskosten für Wohneigentum und den ihnen zugrunde liegenden Bestimmungsfaktoren erklären. Weichen die Wohnungsbauinvestitionen jedoch zeitweise von der Modellprognose ab, kann dies andere Gründe haben und sich expliziter Modellierung entziehen. Dennoch sollten sich die Wohnungsbauinvestitionen allmählich an den Wert anpassen, der sich aus den Nutzungskosten für Wohneigentum ergibt, da alle nennenswerten Lücken im Zeitverlauf korrigiert werden dürften.⁷

Die Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum lagen Ende 2023 trotz des deutlichen Rückgangs in den Jahren 2022 und 2023 über dem Niveau, das die Nutzungskosten für Wohneigentum implizieren. Den Ergebnissen für den Euroraum zufolge weisen die Wohnungsbauinvestitionen und die prognostizierten Werte aus dem Wohnkostenmodell eine eindeutige positive Korrelation auf. Dies ist ein Beleg dafür, dass die Nutzungskosten für Wohneigentum ein wichtiger Bestimmungsfaktor der Wohnungsbauinvestitionen sind (siehe Abbildung C, Grafik a). In der Zeit vor der globalen Finanzkrise übertrafen die Wohnungsbauinvestitionen das von den Nutzungskosten für Wohneigentum implizierte Niveau und sanken anschließend auf einen Wert unterhalb der Modellprognose. Hierin kommt der Boom-Bust-Zyklus bei Wohnungsbauinvestitionen in diesem Zeitraum zum Ausdruck.⁸ Die Wohnungsbauinvestitionen entsprachen während der Erholungsphase nach der Staatsschuldenkrise zwar weitgehend der Modellprognose, überstiegen aber deutlich das Niveau, das für die Zeit nach der Pandemie vom Modell vorhergesagt wurde. Ursächlich hierfür könnten pandemiebedingte Verschiebungen der Wohnpräferenzen privater Haushalte gewesen sein.⁹ Am Jahresende 2023 lagen die Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum noch immer mehr als 4 % über dem vom Modell prognostizierten Niveau, obwohl sie bereits erheblich gesunken waren. In Italien überstiegen sie im vierten Quartal 2023 das vom Modell implizierte Niveau deutlich. Grund hierfür dürften die großzügigen Steueranreize im Zusammenhang mit dem „Superbonus“-Programm gewesen sein. Das Programm ließ die Wohnungsbauinvestitionen im Schlussquartal 2023 auf ein Rekordhoch steigen, wird aber nicht in den Nutzungskosten für Wohneigentum erfasst (siehe Abbildung C,

⁶ Um eine Ad-hoc-Auswahl hinsichtlich der Anzahl verzögerter Werte für die Nutzungskosten für Wohneigentum zu vermeiden, wird das Modell anhand der Regularisierung mittels elastischem Netz geschätzt, indem die Koeffizienten durch Kreuzvalidierung bestraft werden. Zudem wird den Beobachtungen für das zweite Quartal 2020, als die Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum aufgrund der pandemiebedingten Beschränkungen deutlich sanken, im Modell ein Gewicht von null zugeordnet. Siehe P. G. Coulombe, M. Leroux, D. Stevanovic und S. Surprenant, How is machine learning useful for macroeconomic forecasting?, Journal of Applied Econometrics, Bd. 37, Ausgabe 5, 2022, S. 920-964.

⁷ Siehe auch R. W. Kopcke, The determinants of business investment: has capital spending been surprisingly low?, New England Economic Review, Federal Reserve Bank of Boston, 1993, S. 3-31.

⁸ Auf Länderebene spiegelt sich dieser Boom-Bust-Zyklus insbesondere in den Schätzungen für Spanien wider. Dort übertrafen die Wohnungsbauinvestitionen im Jahr 2007 das durch das Nutzungskostenmodell implizierte Niveau deutlich stärker als in den anderen großen Volkswirtschaften des Euroraums. Der anschließende Rückgang war zudem umfangreicher als im Modell.

⁹ Eine Bewertung der Entwicklungen am Wohnungsmarkt im Euroraum während der Pandemie findet sich in: EZB, [Entwicklung des Wohnimmobilienmarkts im Euro-Währungsgebiet während der Corona-Pandemie](#), Wirtschaftsbericht 7/2021.

Grafik b).¹⁰ Dagegen entsprachen die Wohnungsbauinvestitionen in Deutschland und Spanien im vierten Quartal 2023 weitgehend der Modellprognose, während sie in Frankreich darunter lagen.¹¹

¹⁰ Der „Superbonus“ sieht temporäre Steuererleichterungen für die Sanierung von Wohngebäuden zur Verbesserung der Energieeffizienz und Erdbebensicherheit vor. Das Programm wurde 2020 eingeführt. Es wurde mehrmals modifiziert und soll ab Anfang 2024 schrittweise auslaufen. Siehe Camera dei deputati, [La dimensione economica del superbonus](#), Documentazione parlamentare, Oktober 2023. Da der „Superbonus“ zeitlich befristet und in puncto Energieeffizienz an die Erfüllung bestimmter Anforderungen geknüpft ist, wird in diesem Kasten davon ausgegangen, dass die Nutzungskosten für Wohneigentum in Italien nicht von dem Programm beeinflusst werden. Dies entspricht auch den Daten des EU Science Hub zur Besteuerung von Wohneigentum. Ohne Italien lägen die Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum zwar näher an dem vom Modell prognostizierten Niveau für das vierte Quartal 2023, aber immer noch leicht darüber.

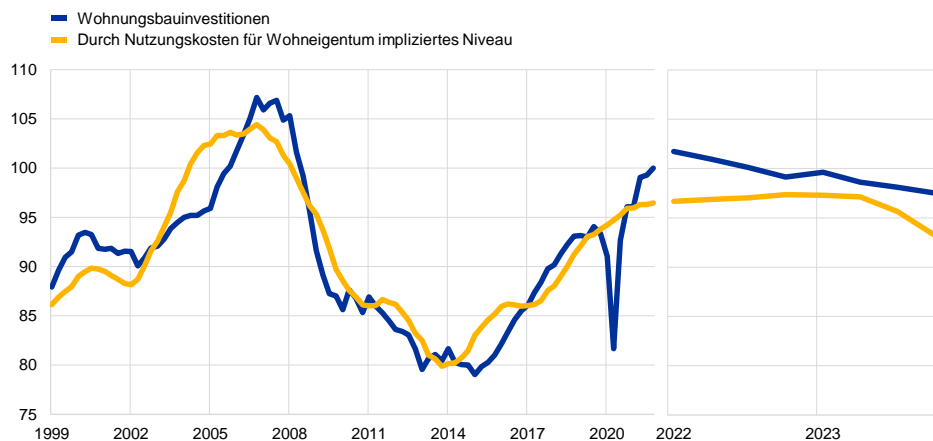
¹¹ Berechnet anhand der Nutzungskosten für Wohneigentum hat sich die Höhe der Wohnungsbauinvestitionen während der Pandemie nicht verändert. Dagegen schwankten die tatsächlichen Wohnungsbauinvestitionen in den größten Volkswirtschaften des Euroraums beträchtlich. Grund hierfür waren der Zeitpunkt und die jeweilige Strenge der Eindämmungsmaßnahmen. Beispielsweise kam die Bautätigkeit in Frankreich, Italien und Spanien vorübergehend zum Erliegen, während sie in Deutschland fortgesetzt werden konnte. Siehe etwa die Studie [Impacts of the COVID-19 pandemic on EU industries](#), Europäisches Parlament, März 2021.

Abbildung C

Wohnungsbauinvestitionen und ihr durch die Nutzungskosten für Wohneigentum impliziertes Niveau

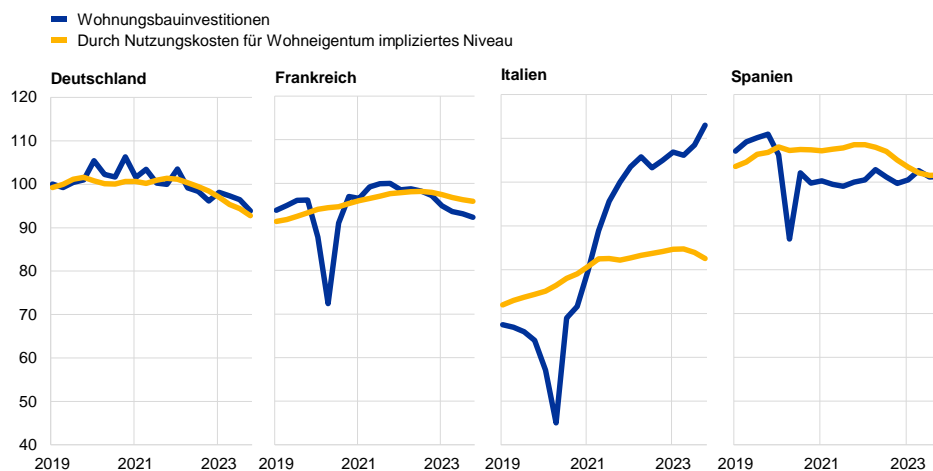
a) Wohnungsbauinvestitionen und Modellprognosen für den Euroraum

(Q4 2021 = 100)



b) Wohnungsbauinvestitionen und Modellprognosen für die vier größten Volkswirtschaften des Euroraums

(Q4 2021 = 100)



Quellen: Barrios et al. (a. a. O.), Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

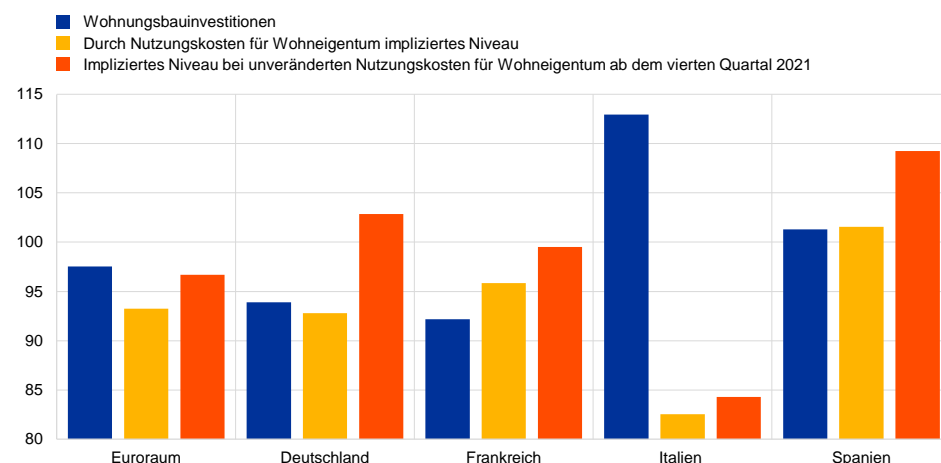
Anmerkung: Die Höhe der durch die Nutzungskosten für Wohneigentum implizierten Wohnungsbauinvestitionen entspricht dem Niveau, das von einem linearen Regressionsmodell prognostiziert wird, bei dem das logarithmierte Niveau der Wohnungsbauinvestitionen zu verschiedenen verzögerten Werten der Nutzungskosten für Wohneigentum sowie zum verzögerten logarithmierten Wohnimmobilienbestand in Beziehung gesetzt wird. Dabei wird der Zeitraum vom ersten Quartal 1999 bis zum vierten Quartal 2023 zugrunde gelegt.

Ein kontrafaktisches Szenario für die Nutzungskosten für Wohneigentum zeigt die dämpfende Wirkung der jüngsten geldpolitischen Straffung auf die Wohnungsbauinvestitionen. In diesem Szenario wird angenommen, dass die Nutzungskosten für Wohneigentum seit dem Schlussquartal 2021 (also dem Beginn des geldpolitischen Straffungszyklus) konstant geblieben sind. Sie werden somit weder direkt durch die jüngste geldpolitische Straffung über die Zinssätze (insbesondere die Hypothekenzinsen) beeinflusst, noch indirekt durch den

langsameren Anstieg der Wohnimmobilienpreise.¹² Dieser kontrafaktischen Analyse zufolge wären die Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum Ende 2023 rund 4 % höher ausgefallen als vom Modell auf Basis der tatsächlichen Entwicklung der Nutzungskosten für Wohneigentum berechnet (siehe Abbildung D). Für die großen Unterschiede zwischen den Ländern gibt es zwei Gründe: das Ausmaß der Veränderung der tatsächlichen Nutzungskosten für Wohneigentum (Deutschland) und die Reagibilität der Wohnungsbauinvestitionen gegenüber Veränderungen der Nutzungskosten für Wohneigentum auf der Grundlage früherer Regelmäßigkeiten (Spanien). Insgesamt deuten die Ergebnisse darauf hin, dass sich die jüngste geldpolitische Straffung auf Basis der Nutzungskosten für Wohneigentum im gesamten Euroraum in erheblichem Umfang negativ auf das Niveau der Wohnungsbauinvestitionen ausgewirkt hat.

Abbildung D Kontrafaktische Analyse

(Q4 2021 = 100)



Quellen: Barrios et al. (a. a. O.), Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Höhe der durch die Nutzungskosten für Wohneigentum implizierten Wohnungsbauinvestitionen entspricht dem Niveau, das von einem linearen Regressionsmodell prognostiziert wird, bei dem das logarithmierte Niveau der Wohnungsbauinvestitionen zu verschiedenen verzögerten Werten der Nutzungskosten für Wohneigentum sowie zum verzögerten logarithmierten Wohnimmobilienbestand in Beziehung gesetzt wird. Das kontrafaktische Niveau ist das Niveau, das von dem Modell unter der Annahme prognostiziert wird, dass die Nutzungskosten für Wohneigentum seit dem vierten Quartal 2021 unverändert geblieben sind.

Die Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum dürften auf kurze Sicht weiter sinken.

Mit Blick auf die Zukunft dürften die Aussichten für die Wohnungsbauinvestitionen in hohem Maße von der weiteren Entwicklung der Nutzungskosten für Wohneigentum abhängen. Da die Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum Ende 2023 immer noch über dem Niveau lagen, das sich aus den Nutzungskosten für Wohneigentum ergibt, werden sie sich möglicherweise weiter schwach entwickeln. Darüber hinaus scheinen sich die Schuldendienstkosten zwar zu stabilisieren, doch könnten die erwarteten Kapitalerträge aufgrund ihrer verzögerten Anpassung an frühere Veränderungen weiter zurückgehen. Dies würde den Aufwärtsdruck auf die Nutzungskosten für Wohneigentum zusätzlich verstärken.

¹² Wie sich die Geldpolitik über die Nutzungskosten für Wohneigentum direkt und indirekt auswirkt, wird gezeigt in: F. S. Mishkin, Housing and the monetary transmission mechanism, Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2007, S. 359-413.

5 Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen

Peter Healy, Friderike Kuik, Richard Morris und Michal Slavik

Im vorliegenden Kasten werden die Ergebnisse zusammengefasst, die die EZB aus dem jüngsten Dialog mit Vertreterinnen und Vertretern von 57 führenden nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum gewinnen konnte. Die Umfrage fand im Zeitraum vom 11. bis zum 19. März 2024 statt.¹

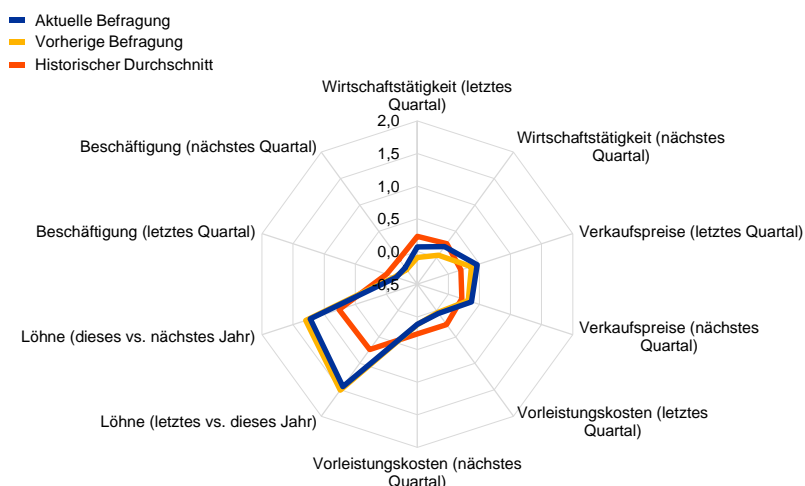
Die befragten Unternehmen berichteten, dass die Wirtschaftstätigkeit zu Jahresbeginn verhalten gewesen, die Nachfrage aber leicht gestiegen sei (siehe Abbildung A sowie Abbildung B, Grafik a). In den ersten Monaten des laufenden Jahres wurde die Wirtschaftstätigkeit in gewissem Umfang durch Arbeitskonflikte und Produktionsverzögerungen infolge der anhaltenden Angriffe auf den Schiffsverkehr im Roten Meer beeinträchtigt. Dies wurde jedoch durch eine leichte Erholung der Nachfrage nach gewerblichen Erzeugnissen mehr als ausgeglichen. Allerdings fielen die Einschätzungen sowohl sektorübergreifend als auch innerhalb der jeweiligen Sektoren weiterhin sehr unterschiedlich aus. Immer mehr Befragte hoben überdies hervor, dass es Unterschiede zwischen dem Wirtschaftswachstum in Südeuropa und der eher gedämpften Wirtschaftstätigkeit in Nordeuropa (insbesondere in Deutschland) gebe.

¹ Nähere Informationen zur Art und zum Zweck dieses Dialogs finden sich in: EZB, [Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen](#), Wirtschaftsbericht 1/2021.

Abbildung A

Überblick über die Einschätzungen der Wirtschaftstätigkeit, Beschäftigung, Preise und Kosten

(Durchschnitt der von den Fachleuten der EZB vergebenen Scorewerte)



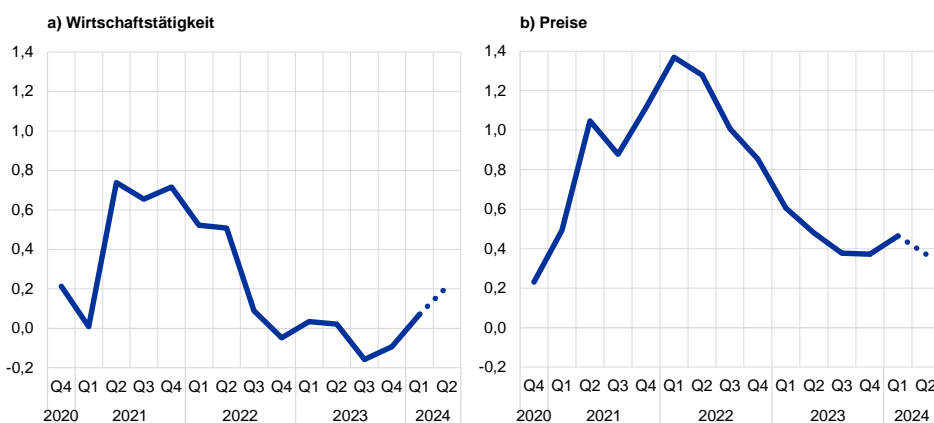
Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Scorewerte spiegeln wider, wie die Fachleute der EZB die Antworten der befragten Unternehmen zur vierteljährlichen Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit (Umsatz, Produktion und Auftragslage), der Vorleistungskosten (Material-, Energie-, Transportkosten usw.) und der Verkaufspreise sowie die Antworten zur jährlichen Lohnentwicklung durchschnittlich einschätzen. Die Skala der Scorewerte reicht von -2 (deutlicher Rückgang) bis +2 (deutlicher Anstieg). Ein Scorewert von 0 bedeutet keine Veränderung. Bei der aktuellen Befragung bezieht sich die Bezeichnung „letztes Quartal“ auf das erste und „nächstes Quartal“ auf das zweite Quartal 2024. Bei der vorherigen Befragung beziehen sich die Begriffe auf das vierte Quartal 2023 und das erste Quartal 2024. Im Hinblick auf die Lohnentwicklung werden die Unternehmen im Januar und im März/April in der Regel danach gefragt, wie sie die Aussichten für das laufende Jahr im Vergleich zum Vorjahr einschätzen. Im Juni/Juli sowie im September/Oktober liegt der Schwerpunkt dann auf den Aussichten für das nächste Jahr im Vergleich zum laufenden Jahr. Der historische Durchschnitt wird mithilfe von Zusammenfassungen vergangener Dialogrunden (bis ins Jahr 2008 zurückreichend) ermittelt.

Abbildung B

Überblick über die Einschätzungen der aktuellen und zukünftigen Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit und der Preise

(Durchschnitt der von den Fachleuten der EZB vergebenen Scorewerte)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Scorewerte spiegeln wider, wie die Fachleute der EZB die Antworten der befragten Unternehmen zur vierteljährlichen Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit (Umsatz, Produktion, Auftragslage) und der Preise durchschnittlich einschätzen. Die Skala der Scorewerte reicht von -2 (deutlicher Rückgang) bis +2 (deutlicher Anstieg). Ein Scorewert von 0 bedeutet keine Veränderung. Die gepunktete Linie zeigt die Erwartungen für das kommende Quartal an.

Die Nachfrage stieg insgesamt leicht an, da die Lagerbestände nicht mehr weiter abgebaut wurden. Zugleich gab es erste Anzeichen für ein wachsendes Verbrauchervertrauen. Aus dem Vorleistungsgütersektor berichteten die

Unternehmen, dass sich die Nachfrage nach mehreren Quartalen der Kontraktion zuletzt stabilisiert oder sogar zugenommen habe, da ihre Kunden ihre Lagerbestände nicht weiter abbauten. Die Befragten aus der Konsumgüterbranche meldeten ein insgesamt mäßiges Wachstum. In den Bereichen, die sich zuletzt gut entwickelt hatten – wie Körperpflege und Luxusgüter – sei weiterhin eine positive Dynamik zu verzeichnen. Unterdessen scheint sich die Nachfrage nach Haushaltsgeräten zu stabilisieren, wenn auch auf niedrigem Niveau. Zudem wurde berichtet, dass eine Erholung der Nachfrage nach Unterhaltungselektronik eingesetzt habe. Dennoch blickte der Einzelhandel weiterhin insgesamt recht pessimistisch in die Zukunft. Befragte aus der Agrar- und Nahrungsmittelindustrie sahen überdies noch keine Trendwende beim Verbraucherverhalten, wo der Trend zum Umstieg auf günstigere Produktvarianten bei Nahrungsmitteln nach wie vor anhielte, sich aber nicht weiter verstärkt habe. Die Nachfrage nach verbrauchernahen Dienstleistungen – vor allem nach Tourismusedienstleistungen (beispielsweise gemessen an den Hotelbuchungen und reservierten Start- und Landerechten der Fluggesellschaften) – dürfte weiter steigen, wenngleich zwischen den einzelnen Ländern erhebliche Unterschiede bestehen.

Die Investitionsaussichten blieben eher gedämpft. Befragte aus dem Investitionsgütergewerbe sowie deren Zulieferer verwiesen insbesondere auf die noch immer sinkende Nachfrage und den Produktionsrückgang. Beides sei den Auswirkungen der jüngsten geldpolitischen Straffung und dem abnehmenden Auftragsüberhang geschuldet. Anbieter von Ausrüstungsgütern erwarteten, dass sich der Rückgang noch mindestens ein bis zwei Quartale fortsetzen wird. Im Automobilssektor wirkte sich der enttäuschende Absatz von Elektrofahrzeugen dämpfend auf die Pkw-Produktion aus. Unterdessen habe die Produktion von Nutzfahrzeugen gegenüber dem zuvor verzeichneten hohen Niveau abgenommen. Die Aussichten im Baugewerbe blieben trübe: Der anhaltend starke Konjunkturrückgang im Wohnimmobiliensektor wurde hier nur zum Teil durch steigende Infrastrukturausgaben ausgeglichen. Die meisten Unternehmen der Baubranche sowie deren Zulieferer rechneten nicht damit, dass sich die Wohnungsbauinvestitionen vor 2025 erholen werden. Die Unsicherheit über die Wohnimmobilienpreise vor dem Hintergrund des geringen Transaktionsvolumens sei ein wichtiger Faktor, der die Geschäftstätigkeit bremse. Allerdings gebe es Anzeichen dafür, dass die Transaktionen im Zuge der etwas rückläufigen Hypothekenzinsen wieder anzögen.

Die befragten Unternehmen gingen generell von einer allmählichen, wenn auch moderaten Erholung der Wirtschaftstätigkeit im Jahresverlauf aus. Die meisten Befragten waren sich einig, dass die niedrigere Inflation und der daraus resultierende Anstieg der Reallöhne zu einer gewissen Erholung der Konsumausgaben führen dürften, und zwar unabhängig davon, ob sie tatsächlich schon Hinweise auf eine solche Erholung wahrnahmen. In der Folge dürften sich dann trotz der nach wie vor weit verbreiteten geopolitischen Unsicherheit die Investitionen erhöhen. Einige Unternehmen äußerten allerdings auch die Einschätzung, dass niedrigere Zinsen wichtig seien, um die Nachfrage anzukurbeln. Teilweise wurde zudem die Auffassung vertreten, dass das Wachstum im Euroraum weiterhin hinter dem Wachstum in anderen Regionen zurückbleiben werde.

Begründet wurde dies mit ungünstigen demografischen Entwicklungen, verschiedenen regulatorischen Vorgaben sowie der Tatsache, dass die Investitionen in einigen Sektoren zunehmend auf die Erfüllung von Klimazielen statt auf eine Steigerung der Produktionskapazitäten ausgerichtet seien.

Die Aussichten für die Beschäftigung wurden von den Befragten als trübe eingeschätzt. Der Bedarf an neuem Personal sei gering, und die Firmen konzentrierten sich weiterhin auf die Eindämmung ihrer Kosten.

Den Beschäftigungstrend beschrieben die Unternehmen insgesamt als negativ, wobei es jedoch erhebliche Unterschiede zwischen den Ländern und Sektoren gab. Ein Beschäftigungsabbau wurde insbesondere in den energieintensiveren Teilen des Vorleistungsgütersektors, entlang der Lieferkette für die Automobilproduktion, in der Landwirtschaft und im Einzelhandel vermeldet. In diesen Sektoren finde eine Anpassung der Beschäftigung an die geringere Nachfrage statt. Generell versuchten die Unternehmen, nach Möglichkeit Effizienzsteigerungen zu erzielen, um so vor dem Hintergrund steigender Löhne die Lohnstückkosten einzudämmen. Angesichts des hohen Anteils an Renteneintritten ließen sich diese Anpassungen in der Regel durch ein geringeres Stellenangebot umsetzen, sodass es nur selten zu Entlassungen komme. Arbeitsvermittlungen bestätigten die Wahrnehmung, dass der Stellenmarkt insgesamt schwach sei: Die Unternehmen zeigten sich zurückhaltend bei der Ausschreibung neuer Stellen, und potenzielle Bewerberinnen und Bewerber seien immer zögerlicher, ihren Arbeitsplatz zu wechseln. Ungeachtet dessen gestalte sich die Personalakquise in Sektoren mit steigendem Beschäftigungsbedarf nach wie vor schwierig, und zwar sowohl allgemein (z. B. bei arbeitsintensiven Dienstleistungen) als auch im Hinblick auf bestimmte Qualifikationen (z. B. für die Energiewende).

Die befragten Unternehmen berichteten von einer leichten Beschleunigung des Preisauftriebs. Dies sei vor allem auf eine Erholung der Preise einiger Vorleistungen zurückzuführen. Näher am Endverbraucher habe sich der Preisdruck indes weiter sukzessive verringert (siehe Abbildung A sowie

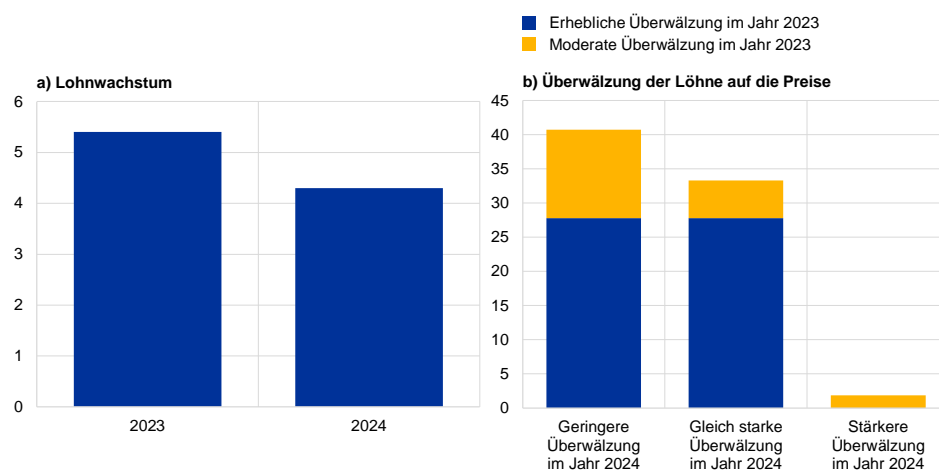
Abbildung B, Grafik b). Die Preise für Vorleistungsgüter wie Stahl, Chemieerzeugnisse und Papier seien Ende 2023 auf ein extrem niedriges Niveau gesunken. Durch die erwähnte Nachfragebelebung hätten sie sich zwar anschließend teilweise wieder erholt, seien aber immer noch niedrig. Gleichzeitig trügen die Störungen des Schiffsverkehrs im Roten Meer und die Anwendung des EU-Emissionshandelssystems auf den Seefrachtverkehr aus und in Häfen innerhalb der EU zu einem Anstieg der Transportkosten bei, wenn auch ausgehend von einem niedrigen Niveau. Insgesamt sei das Preis- und Kostenumfeld in der Industrie jedoch recht stabil. Die befragten Unternehmen aus der Konsumgüterbranche und dem Einzelhandel beschrieben ein zunehmend herausforderndes Preisumfeld, das durch harte Verhandlungen zwischen Lieferanten und Einzelhändlern gekennzeichnet sei. Bei Luxusgütern und Körperpflegeprodukten stelle sich die Lage indes weiterhin günstiger dar. Die Nahrungsmittelpreise hätten sich weitgehend stabilisiert und seien zum Teil sogar gesunken, obwohl bestimmte Produkte weiterhin von klimabedingten Engpässen betroffen seien. In den arbeitsintensiven Dienstleistungssektoren (z. B. Reise- und Tourismusbranche, Gastgewerbe und Arbeitsvermittlung) sowie in Bereichen wie Medien, Telekommunikation und Software sei das Wachstum der

Verkaufspreise weiterhin robust, wobei jedoch zuletzt eine leichte Abschwächung erkennbar gewesen sei.

Abbildung C

Quantitative Einschätzung des Lohnwachstums und der Überwälzung der Löhne auf die Preise

(Grafik a: in %; Grafik b: in % der Befragten)



Quelle: EZB.

Anmerkung: In Grafik a sind das wahrgenommene Lohnwachstum im eigenen Sektor im Jahr 2023 und die Erwartungen für 2024 dargestellt. Grafik b zeigt die Einschätzung der Unternehmen, wie stark die Lohnkosten 2023 auf die Verkaufspreise im eigenen Sektor überwälzt wurden, sowie die Erwartungen für 2024 (geringere, gleich starke oder stärkere Überwälzung im Vergleich zu 2023). Nicht berücksichtigt sind die Befragten (rund 25 % aller Umfrageteilnehmenden), die weder für 2023 noch für 2024 eine Überwälzung der Löhne auf die Preise angaben, weil dies nicht das Preisbildungsmodell oder die Preisbildungsstrategie in ihrem Sektor widerspiegelt.

Die Unternehmen gingen weiterhin davon aus, dass sich das Lohnwachstum im laufenden Jahr etwas abschwächen wird, und rechneten damit, dass die Überwälzung auf die Verkaufspreise geringer ausfallen wird als im Vorjahr (siehe Abbildung C). Nach Einschätzung der befragten Unternehmen wird das Lohnwachstum von rund 5,4 % im Jahr 2023 auf 4,3 % im Jahr 2024 sinken (auf Basis einfacher Durchschnittswerte der quantitativen Angaben). Dies entspricht den Erwartungen aus der vorherigen Befragung. Damals hatten die Unternehmen angegeben, dass in den tatsächlichen oder erwarteten Tarifabschlüssen für 2024 bei einigen Unternehmen und Sektoren noch ein gewisser Nachholeffekt zum Ausdruck komme. In der aktuellen Umfrage gaben die meisten Unternehmen indessen an, dass die rückläufige Inflation und die gedämpften Nachfrageaussichten inzwischen zu einer Abschwächung oder sogar Normalisierung des Lohnwachstums beitragen. Im Jahr 2023 habe das immer noch dynamische Preisumfeld die Überwälzung steigender Lohnkosten auf die Preise unterstützt. Vor allem in der Industrie sei es aufgrund der sinkenden Preise für andere Vorleistungen (z. B. für Material, Energie und Transport) gelungen, die Gewinnmargen trotz steigender Lohnstückkosten stabil zu halten oder sogar zu vergrößern. Im laufenden Jahr würden das stabilere Preis- und Kostenumfeld und ein verstärkter Wettbewerb jedoch dazu führen, dass höhere Lohnkosten durch Produktivitätsgewinne ausgeglichen oder vermehrt über die Gewinnmargen aufgefangen werden müssten.

Zerlegung der HVPIX-Inflation in energiepreis- und lohnsensible Positionen

Bruno Fagandini, Eduardo Goncalves, Ieva Rubene, Omiros Kouvas, Katalin Bodnar und Gerrit Koester

Aus geldpolitischer Sicht ist es wichtig, die Rolle verschiedener Faktoren bei der Inflationsentwicklung zu verstehen. Ein großer Teil der Vorleistungskosten entfällt vor allem im Dienstleistungssektor auf die Lohnkosten. Aus diesem Grund sind Veränderungen dieser Kosten ein bedeutender Bestimmungsfaktor für die Entwicklung der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX). Der Anteil der Energiekosten an den Vorleistungskosten ist üblicherweise geringer als jener der Löhne. Allerdings können sich die Energiekosten im Falle starker Ausschläge der Energiepreise sehr erheblich auf die Inflation nach dem HVPIX auswirken.¹ Während volatile Energiepreise häufig außenwirtschaftliche Ursachen haben, sind Lohnschwankungen in der Regel binnenwirtschaftlich bedingt. Soweit die Energie- und Lohnkosten auf die Verbraucherpreise für Waren und Dienstleistungen überwältigt werden, nehmen sie auch Einfluss auf die HVPIX-Inflation. Beispielsweise ist ein Zusammenhang zwischen dem ausgeprägten Anstieg der HVPIX-Inflation, der im zweiten Halbjahr 2021 einsetzte und Anfang 2023 seinen Höhepunkt erreichte, und den indirekten Effekten der sprunghaft gestiegenen Energiepreise erkennbar. Die Tatsache, dass sich die Teuerungsrate nach dem HVPIX anschließend – zu Zeiten sinkender Energiepreise – einige Monate lang als relativ hartnäckig erwies, könnte mit dem hohen Lohnwachstum in Zusammenhang stehen.

Eine Verknüpfung von Daten aus unterschiedlichen Quellen ermöglicht die Ableitung von Indikatoren, die die Bedeutung der Energie- und Lohnkosten für die HVPIX-Inflation veranschaulichen. Die Input-Output-Tabellen von Eurostat bilden die wirtschaftliche Struktur bezogen auf die in jedem Sektor verwendeten Vorleistungen und erzeugten Outputs ab und ermöglichen eine Analyse intersektoraler Verflechtungen.² Anhand dieser Informationen lässt sich für alle Wirtschaftszweige (gemäß der Klassifikation nach NACE Rev. 2) ermitteln, wie hoch die direkten und indirekten Anteile des Energie- und Lohneinsatzes sind.³ Der Indikator, der die Bedeutung von Energie im HVPIX ausweist, wird berechnet, indem die Energiekosten bezogen auf die Gesamtproduktion eines Sektors geschätzt werden. Hierbei werden die direkten und indirekten Kosten (durch Verwendung von Vorleistungen aus anderen Branchen) von Energie berücksichtigt, welche in die Erstellung im HVPIX enthaltener Positionen einfließen.⁴ Der Lohnindikator wird dann

¹ Siehe EZB, [Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation – ein analytischer Leitfaden für den Euroraum](#), Wirtschaftsbericht 5/2023.

² Siehe hierzu I. Remond-Tiedrez und J. M. Rueda-Cantucho (Hrsg.), [EU inter-country supply, use and input-output tables – Full international and global accounts for research in input-output analysis \(FIGARO\)](#), Statistisches Arbeitspapier, Eurostat, 2019.

³ Die für diese Indikatoren geschätzten Energie- und Lohnanteile basieren auf der symmetrischen Input-Output-Tabelle von Eurostat für 2019. Die Klassifikation kann sich ändern, sobald aktuellere Input-Output-Tabellen vorliegen.

⁴ In den Indikatoren sind keine Zweitrundeneffekte auf die Verbraucherpreise aufgrund späterer möglicher Anpassungen der Preise und Löhne berücksichtigt.

anhand des Anteils der Löhne an den gesamten (arbeits- und nicht arbeitsbezogenen) Vorleistungskosten ermittelt. Berücksichtigt werden nur die direkten Lohneinsatzkosten, da die indirekten Kosten durch Vorleistungen aus anderen Industrie- und Dienstleistungssektoren aufgrund der üblichen zeitlich gestaffelten Lohnsetzung wohl erst mit einer gewissen Verzögerung anfallen. Zudem dürften Veränderungen der nicht arbeitsbezogenen Vorleistungskosten (z. B. der Energiekosten) rascher entlang der gesamten Wertschöpfungskette weitergegeben werden als Veränderungen der Arbeitskosten, da sie für alle an dieser Kette Beteiligten deutlicher erkennbar sind. Die Wirtschaftszweige nach NACE Rev. 2 werden dann mit den 211 Positionen im HVPIX-Warenkorb verknüpft (basierend auf der fünfstelligen Gliederungsebene der ECOICOP), wodurch jede Position entsprechend den Energie- und Lohnanteilen an den jeweiligen Kosten eingestuft werden kann. Dies dürfte die Reagibilität der Positionen auf veränderte Energie- und Lohnkosten widerspiegeln.⁵

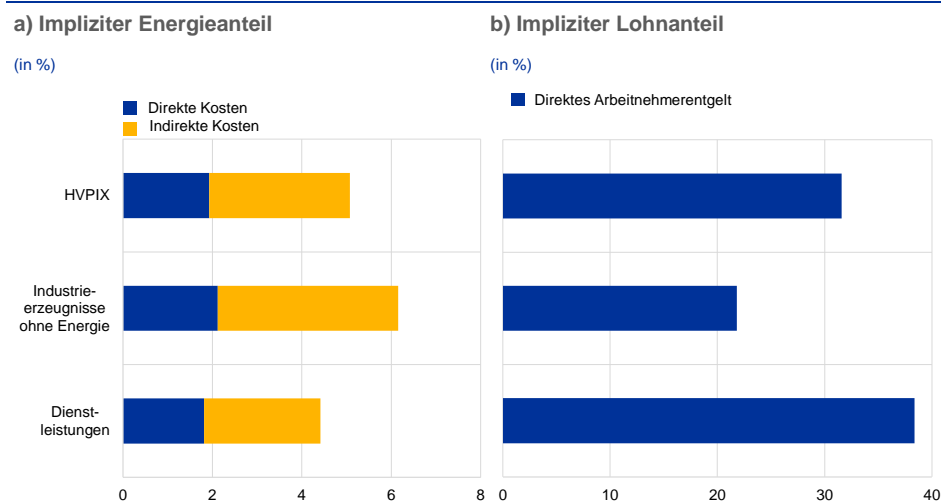
Die Indikatoren zeigen, dass bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie ein etwas größerer Anteil der Kosten auf Energie entfällt als bei den Dienstleistungen. Für die Dienstleistungen sind indes die Löhne von besonderer Bedeutung (siehe Abbildung A). Im Euroraum machen die gesamten Energiekosten in gewichteter Betrachtung im Schnitt rund 5,1 % der gesamten Produktionskosten für HVPIX-Positionen aus. Bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie ist dieser Anteil mit rund 6 % etwas höher, was auf den im Vergleich zu den Dienstleistungen (Anteil von rund 4,5 %) größeren Beitrag der indirekten Kosten zurückzuführen ist. Auf die indirekten Energiekosten entfällt rund die Hälfte der gesamten Energiekosten im HVPIX und in der Dienstleistungskomponente. Bezogen auf die Industrieerzeugnisse ohne Energie ist dieser Anteil mit zwei Dritteln sogar noch höher. Dies steht im Einklang damit, dass die nicht arbeitsbezogenen Vorleistungen bei der Warenproduktion eine größere Rolle spielen. Bei den HVPIX-Positionen liegt der direkte Lohnkostenanteil im Schnitt bei 32 %. Im Fall der Dienstleistungen ist dieser Anteil etwas höher (38 %) und bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie niedriger (22 %).⁶

⁵ Aufgrund der Verwendung der fünfstelligen Gliederungsebene der ECOICOP erfolgt die Ableitung der Indizes ab Januar 2017 (womit die jährlichen Inflationsraten ab Januar 2018 ausgewiesen werden).

⁶ Für die Schwellenwerte der Lohn- und Energiepreissensibilität und die nachfolgende Einstufung der im Verbraucherpreisindex enthaltenen Positionen ist maßgeblich, ob die Gesamtproduktion oder nur die gesamten (arbeits- und nicht arbeitsbezogenen) Vorleistungen als Nenner verwendet werden. Wesentlich ist auch, ob nur direkte oder auch indirekte Effekte (durch die Vorprodukte) Berücksichtigung finden. Je nach gewählter Option könnten sich leicht unterschiedliche implizite Inflationsraten für den energiepreis- und den lohnsensiblen HVPIX ergeben. Die Entwicklung dieser Raten und ihre Hinweise darauf, inwieweit die Lohn- und Energiekosten für den Verlauf der HVPIX-Inflation bedeutsam sind, fallen jedoch bei allen Optionen sehr ähnlich und robust aus.

Abbildung A

HVPIX des Euroraums: implizite Energie- und Lohnanteile



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die direkten und indirekten Kostenanteile werden anhand der symmetrischen Input-Output-Tabelle von Eurostat für 2019 berechnet. Im HVPIX und in der Teuerungsrate der Dienstleistungen in Grafik a sind Mieten nicht enthalten. Deren Lohnanteil liegt bei nahezu null. Unter den direkten Kosten ist der Energieanteil zu verstehen, der für die Produktion aufgewendet wird. Der indirekte Anteil erfasst hingegen den Einfluss der Energiekosten durch die Verwendung von Vorprodukten aus allen anderen Wirtschaftszweigen. Implizite Energieanteile werden bezogen auf die Gesamtproduktion berechnet, während implizite Lohnanteile bezogen auf die gesamten (arbeits- und nicht arbeitsbezogenen) Vorleistungskosten ermittelt werden.

Sobald HVPIX-Positionen als energiepreis- bzw. lohnsensibel identifiziert wurden, lassen sich diese aggregieren, um die entsprechenden Inflationsraten zu ermitteln. Um lohn- bzw. energiepreissensible Indizes zu erstellen, werden Schwellenwerte ausgewählt. Bei Überschreiten der entsprechenden Werte gelten HVPIX-Positionen als lohn- bzw. energiepreisreagibel. Im Sinne der hier beschriebenen Indikatoren gilt eine Position als energiepreissensibel, wenn ihr Energiekostenanteil größer ist als der durchschnittliche Anteil bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie (6,1 %) und den Dienstleistungen (4,4 %). Der sich daraus ergebende Teil-Warenkorb für den HVPIX mit energiepreissensiblen Positionen deckt rund 36 % des gesamten HVPIX-Warenkorbs ab (auf Basis der HVPI-Gewichte des Jahres 2023).⁷ Bei lohnsensiblen Positionen wird der Schwellenwert auf 38 % des durchschnittlichen Anteils der direkten Lohnkosten an den gesamten Vorleistungen für Dienstleistungspositionen festgesetzt.⁸ Im Korb der Industrieerzeugnisse ohne Energie weist keine Position einen über dem Schwellenwert liegenden Anteil der Löhne an den direkten Vorleistungskosten auf. Aus diesem Grund umfasst der lohnsensible HVPIX ausschließlich

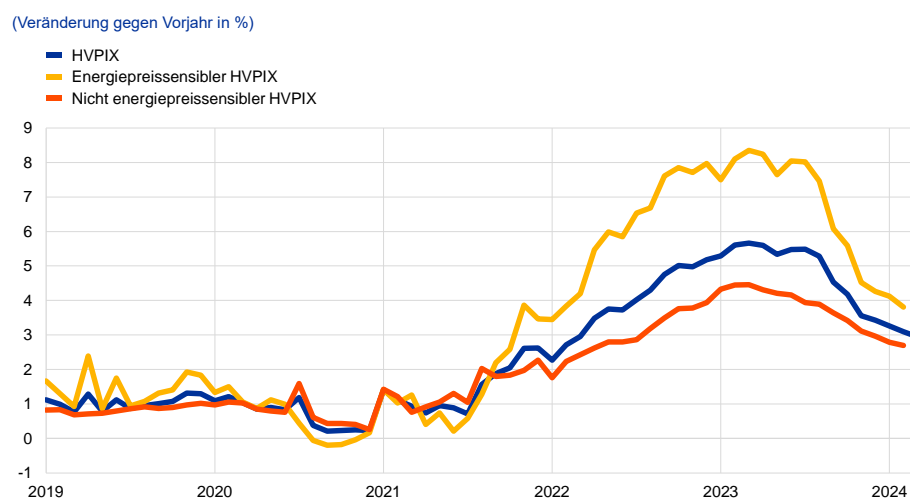
⁷ Energiepreissensible HVPIX-Positionen gemäß der [fünfstufigen Gliederungsebene der ECOICOP](#): 03141, 03142, 04310, 04410, 05122, 05401, 05402, 05403, 05521, 05522, 05611, 05612, 07211, 07224, 07241, 07242, 07243, 07311, 07312, 07321, 07322, 07331, 07332, 07341, 07342, 07350, 07361, 07362, 07369, 08101, 08109, 09331, 09332, 09341, 09342, 09411, 09412, 09423, 09425, 09429, 09541, 09601, 09602, 11111, 11112, 11120, 11201, 11202, 11203, 12111, 12112, 12113, 12132 und 12703 (alle anderen Positionen des HVPIX werden als nicht energiepreissensibel eingestuft).

⁸ Der durchschnittliche Anteil der Energie- und Lohnensatzkosten bei Industrieerzeugnissen ohne Energie und Dienstleistungen ist der gewichtete Durchschnitt des jeweiligen Korbs, nachdem der Anteil jedes Sektors aus den Input-Output-Tabellen mit den HVPI-Positionen verrechnet wurde.

Dienstleistungspositionen.⁹ Wären separate Schwellenwerte für die Industrieerzeugnisse ohne Energie und die Dienstleistungen auf der Basis des durchschnittlichen Lohnanteils an den Vorleistungskosten in diesen beiden Kategorien angewandt worden, so hätte dies dazu geführt, dass mehrere Positionen der Industrieerzeugnisse ohne Energie (z. B. Zeitungen, Schmuck oder Reinigungsgeräte) trotz eines relativ geringen Anteils der Lohnkosten als lohnreagibel eingestuft worden wären. Die Preise dieser Erzeugnisse dürften in wesentlich geringerem Maße von Lohnveränderungen beeinflusst werden als die Dienstleistungspreise. Der verwendete Schwellenwert ermöglicht somit eine effektive Erfassung der Lohnsensibilität auf HVPIX-Ebene.

Der daraus abgeleitete energiepreissensible HVPIX lässt erkennen, dass die vorangegangenen Energiepreisschocks die Entwicklung der HVPIX-Inflation in den letzten Jahren maßgeblich beeinflusst haben (siehe Abbildung B). Während die Unterschiede zwischen den energiepreisreagiblen und nicht energiepreisreagiblen HVPIX-Inflationsraten bis Mitte 2021 gering waren, erhöhten sich erstere im weiteren Verlauf und vor allem im Jahr 2022 deutlich stärker als die HVPIX-Inflation. Die Energiepreise sind zuletzt merklich zurückgegangen, weswegen sich die Lücke nun größtenteils geschlossen hat.

Abbildung B
Entwicklung der energiepreissensiblen HVPIX-Inflation



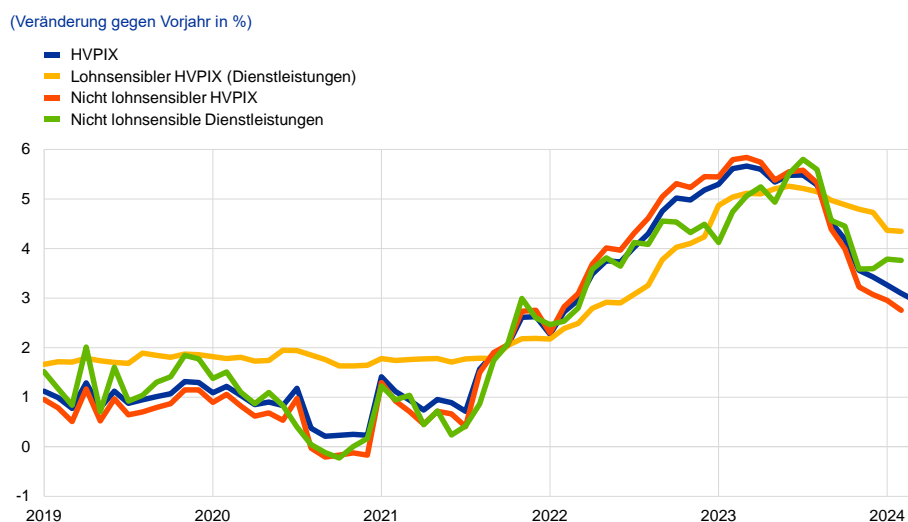
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2024 (energiepreissensibler und nicht energiepreissensibler HVPIX) bzw. März 2024 (Schnellschätzung des HVPIX).

Der Indikator der lohnsensiblen Inflation legt den Schluss nahe, dass den Löhnen in jüngerer Zeit eine große Bedeutung für die Entwicklung der HVPIX-Inflation im Euroraum zukommt (siehe Abbildung C). Angesichts der Trägheit der

⁹ Lohnsensible HVPIX-Positionen gemäß der [fünfstelligen Gliederungsebene der ECOICOP](#): 03141, 03220, 04321, 04322, 04323, 04324, 04325, 04329, 04420, 04430, 04441, 04442, 05123, 05130, 05204, 05330, 05404, 05523, 05621, 05622, 05623, 05629, 06133, 06211, 06212, 06220, 06231, 06232, 06239, 06300, 07230, 08101, 08109, 09150, 09230, 09323, 09411, 09412, 10101, 10102, 10200, 10300, 10400, 10500, 12111, 12112, 12113, 12122, 12313, 12323, 12401, 12402, 12403, 12404, 12701, 12703 und 12704 (alle anderen Positionen des HVPIX werden als nicht lohnsensibel eingestuft). Der lohnsensible HVPIX umfasst ausschließlich Dienstleistungspositionen und entspricht damit dem lohnsensiblen Dienstleistungsindikator.

Lohnsetzung in den Euro-Ländern und der daraus resultierenden Persistenz des Lohnwachstums lag die lohnreagible HVPIX-Inflation in den Jahren 2018 und 2019 relativ stabil bei rund 2 % und entsprach damit der langfristigen durchschnittlichen Wachstumsrate der Lohnstückkosten im Euroraum. Die Lücke, die in diesem Zeitraum zwischen den lohnensiblen und nicht lohnensiblen HVPIX-Raten bestand, könnte darauf zurückzuführen sein, dass das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer stärker gestiegen ist als die HVPIX-Inflation. Somit könnte die Lücke darauf hindeuten, dass die nicht arbeitsbezogenen Vorleistungskosten einen stärkeren Abwärtsdruck ausgeübt haben als die arbeitsbezogenen Vorleistungskosten und es abwärtsgerichtete Nominallohnrigiditäten gab. Mit dem Anstieg der Gesamtinflation, der in der zweiten Jahreshälfte 2021 einsetzte, erhöhte sich die lohnensible HVPIX-Inflation zunächst zögerlicher als die nicht lohnensible HVPIX- und die Dienstleistungsinflation. Deren Raten wurden stärker vom sprunghaften Anstieg der Kosten für Energievorleistungen und von Lieferengpässen beeinflusst. Seit Mitte 2023 liegt die lohnensible HVPIX-Inflationsrate (die konstruktionsbedingt der lohnensiblen Teuerung bei den Dienstleistungen entspricht) jedoch hartnäckig über der HVPIX-Inflationsrate. Dies ist auf das hohe Lohnwachstum zurückzuführen und deutet darauf hin, dass Löhne und Arbeitskosten inzwischen zu wichtigen Bestimmungsfaktoren der relativen Persistenz der HVPIX-Inflation im Euroraum geworden sind. Der nicht lohnensible Preisauftrieb bei den Dienstleistungen ist deutlicher zurückgegangen, denn der entsprechende Indikator wird stärker davon beeinflusst, dass der Kostendruck bei den Energievorleistungen und der durch die Lieferengpässe ausgelöste Aufwärtsdruck merklich nachgelassen haben.

Abbildung C
Entwicklung der lohnensiblen HVPIX-Inflation

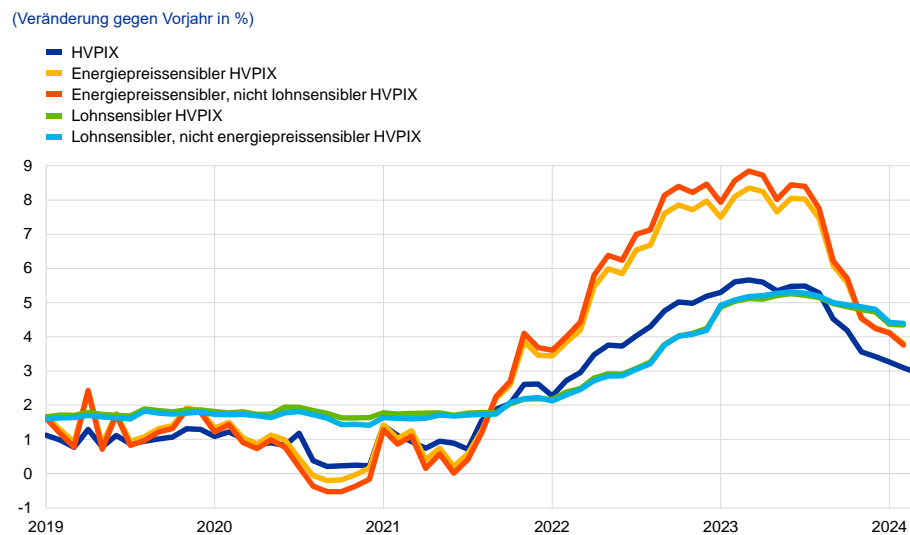


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2024 (lohnensibler und nicht lohnensibler HVPIX) bzw. März 2024 (Schnellschätzung des HVPIX). Der lohnensiblen HVPIX entspricht konstruktionsbedingt einem Indikator der lohnensiblen Dienstleistungen, da beide Indikatoren dieselben Positionen enthalten (im lohnensiblen HVPIX werden ausschließlich Dienstleistungen erfasst).

Die Positionen, die den Berechnungen des hier vorgestellten lohnensiblen bzw. energiepreissensiblen HVPIX zugrunde liegen, überschneiden sich kaum,

was die Interpretation der Signale erleichtert. Der Ausschluss von Positionen, die sowohl als lohn- als auch als energiepreissensibel eingestuft werden, beeinflusst die Dynamik der beiden Indikatoren nur in sehr geringem Maße (siehe Abbildung D). Dadurch lässt sich mithilfe der Indikatoren besser verstehen, welche Bedeutung den Löhnen bzw. Energiepreisen bei der Entwicklung der HVPIX-Inflation zukommt.

Abbildung D
 HVPIX-Inflation: Bedeutung der energiepreis- und lohnsensiblen Komponenten



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2024 (die vier angeführten lohn-/energiepreissensiblen Indikatoren) bzw. März 2024 (Schnellschätzung des HVPIX).

Bedeutung technischer Faktoren für Inflationsswapsätze im Euroraum

Asger Munch Grønlund, Kasper Jørgensen und Fabian Schupp

In diesem Kasten wird untersucht, ob die inflationsindexierten Swapsätze im Euroraum ausschließlich den Inflationsausgleich widerspiegeln, oder ob sie auch technische Faktoren abbilden; dies würde ihren Informationsgehalt schmälern. Als die Sätze langfristiger Inflationsswaps im Eurogebiet im Sommer 2023 mit 2,7 % einen Höchststand erreichten, wurden ihre zugrunde liegenden Bestimmungsfaktoren und ihr Informationsgehalt für geldpolitische Zwecke infrage gestellt. Konzeptionell sind bei vollkommenen Märkten in den inflationsindexierten Swapsätzen die tatsächlichen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer sowie Inflationsrisikoprämien eingepreist. Beides zusammen wird als Inflationsausgleich bezeichnet. Gemäß der Asset-Pricing-Theorie verlangen risikoscheue Anleger eine Inflationsrisikoprämie als Ausgleich für das Inflationsrisiko, das sie mit ihrer Anlage eingehen. In Zeiten dominierender gesamtwirtschaftlicher Angebotsschocks ist diese Risikoprämie in der Regel positiv.¹ Doch aufgrund von Marktunvollkommenheiten spiegeln die Inflationsswapsätze möglicherweise nicht nur den Inflationsausgleich im oben genannten engeren Sinne wider. Beispielsweise könnte ein Pensionsfonds bestimmten Vorschriften im Hinblick auf seine Risikopositionen unterliegen. Er wäre daher bereit, mehr für die Absicherung des Inflationsrisikos zu zahlen, als auf Basis seiner Inflationserwartungen und einer Messgröße für die Unsicherheit der Inflationssichten anzunehmen wäre. Auch Liquiditätsrisikoprämien könnten – je nach Art des Finanzinstruments – die Beziehung zwischen den Inflationsswapsätzen und dem reinen Inflationsausgleich stören. Im vorliegenden Kasten werden unter den technischen Faktoren alle zusätzlichen Komponenten subsummiert, die sich aus einem unvollkommenen Markt ergeben.

In dem hier vorgeschlagenen einfachen ökonometrischen Modell wird der Anteil der Gesamtvariation der Inflationsswapsätze im Euroraum quantifiziert, der sich mit dem Inflationsausgleich im engeren Sinne erklären lässt. Auf diese Weise wird auch der Einfluss der technischen Faktoren quantifiziert.

Unsere Methode bietet eine neue ökonometrische Perspektive und ergänzt bestehende qualitative und quantitative Ansätze zur Identifizierung technisch bedingter Verzerrungen in marktbasierter Messgrößen des Inflationsausgleichs.² Der Inflationsausgleich wird dabei nicht in tatsächliche Inflationserwartungen und

¹ Siehe J. Y. Campbell, A. Sunderam und L. M. Viceira, Inflation Bets or Deflation Hedges? The Changing Risks of Nominal Bonds, *Critical Finance Review*, Bd. 6, Nr. 2, 2017, S. 263-301.

² Siehe Workstream on inflation expectations, [Inflation expectations and their role in Eurosystem forecasting](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 264, 2021. Die Autorinnen und Autoren untersuchen potenzielle technische Faktoren am Markt für inflationsindexierte Swaps. Auf Basis von Analysen der Markttiefe, Konjunkturindikatoren und Regressionsanalysen wird die Reagibilität der Inflationsswapsätze auf die Geld-Brief-Spannen inflationsindexierter Anleihen und auf andere Liquiditätsindikatoren geschätzt.

Inflationsrisikoprämien zerlegt. Vielmehr werden die beiden Komponenten hier als ein einziger Fundamentalfaktor betrachtet.³

Der hier verwendete ökonometrische Ansatz basiert auf der Annahme, dass sämtliche relevanten Informationen zum reinen Inflationsausgleich (d. h. zum Inflationsausgleich ohne jegliche technische Faktoren) in den nominalen Zinssätzen für Tagesgeldsatz-Swaps (OIS-Sätzen) enthalten sein sollten.

Konzeptionell sollten in den €STR-basierten OIS-Sätzen die Realzinsen im Euroraum und der Inflationsausgleich eingepreist sein. Wir prüfen daher die Hypothese, dass die Inflationsswapsätze hauptsächlich den Inflationsausgleich widerspiegeln, indem wir schätzen, welche Variation der Inflationsswapsätze sich mit den aus OIS-Sätzen abgeleiteten Informationen begründen lässt. Unsere Annahme lautet, dass die nominalen OIS-Sätze mithilfe eines Faktormodells erklärbar sind. In diesem Modell entspricht der OIS-Satz für eine bestimmte Laufzeit der gewichteten Summe einer kleinen Anzahl von (möglicherweise nicht beobachtbaren) wirtschaftlichen Preissetzungsfaktoren. Die Faktorgewichtungen sind dabei für jede Laufzeit unterschiedlich. Es wird unterstellt, dass die realen OIS-Sätze gewichtete Summen derselben Preissetzungsfaktoren darstellen, wobei sich jedoch die jeweiligen Gewichte unterscheiden. Dementsprechend ist auch der (nicht beobachtbare) Inflationsausgleich, der in den OIS-Sätzen enthalten ist, zwangsläufig eine gewichtete Summe der zugrunde liegenden Preissetzungsfaktoren. Angenommen, die beobachtbaren Inflationsswapsätze spiegeln nicht nur den fundamentalen Inflationsausgleich wider, sondern auch einen für den jeweiligen Swap spezifischen technischen Faktor (wie etwa eine Liquiditätsprämie). Dieser zusätzliche Bestimmungsfaktor würde nicht zu den zuvor genannten fundamentalen Preissetzungsfaktoren zählen. In diesem Fall ließen sich die Preissetzungsfaktoren zum Beispiel anhand einer statistischen Hauptkomponentenanalyse aus den OIS-Sätzen extrahieren und die Inflationsswapsätze auf diese Faktoren regressieren. Alle für die jeweiligen Inflationsswaps spezifischen technischen Faktoren, die nicht in den OIS-Sätzen enthalten sind, wären dann im Residuum sichtbar.^{4,5}

Der Anteil der Gesamtvariation, der sich nicht durch dieses einfache ökonometrische Modell erklären lässt, stellt eine Obergrenze für die Bedeutung technischer Faktoren dar. Bei vollständiger Abwesenheit dieser technischen Faktoren würden der Theorie zufolge die Fundamentalfaktoren die gesamte Variation erklären. In diesem Fall ergäbe sich in der Regression ein

³ Zur modellbasierten Zerlegung der Inflationsswapsätze in tatsächliche Inflationserwartungen und Inflationsrisikoprämien siehe EZB, [Zerlegung der marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs in Inflationserwartungen und Inflationsrisikoprämien](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 8/2021.

⁴ In unserem Modell werden zusätzlich zu den aus OIS-Sätzen abgeleiteten Preissetzungsfaktoren auch Messgrößen der realisierten Inflation berücksichtigt. Damit soll der Tatsache Rechnung getragen werden, dass Inflationsswapsätze im Gegensatz zu OIS-Sätzen einer verzögerten Indexierung unterliegen und dass die aus den OIS-Sätzen abgeleiteten Preissetzungsfaktoren diese Verzögerung möglicherweise nicht angemessen abbilden. Die verzögerte Indexierung hat zur Folge, dass die finale Auszahlung für einen inflationsindexierten Swapkontrakt von der jährlichen Inflationsrate abhängt, die drei Monate vor dem Laufzeitende des Kontrakts realisiert wurde.

⁵ Auch die OIS-Sätze werden möglicherweise von OIS-spezifischen technischen Faktoren beeinflusst. Diese stellen jedoch kein Problem dar, weil sie mit Blick auf die Inflationsswapsätze ohnehin redundant wären. Sie würden nämlich mit einem Gewicht von null in die Berechnung der Inflationsswapsätze einfließen.

Bestimmtheitsmaß R^2 von 1.⁶ In der Praxis erscheint ein solch extremes Ergebnis aus mehreren Gründen unwahrscheinlich, selbst wenn keinerlei technische Faktoren vorhanden sind. Erstens sind die zugrunde liegenden OIS-Faktoren nicht direkt beobachtbar, sondern müssen anhand einer endlichen Stichprobe geschätzt werden. Zweitens können in der Beziehung zwischen OIS-Sätzen und Preissetzungsfaktoren Nichtlinearitäten auftreten (z. B. aufgrund der effektiven Untergrenze der nominalen Zinssätze). Drittens unterliegen die inflationsindexierten Swapsätze einer verzögerten Indexierung, was bei den rein zukunftsgerichteten OIS-Sätzen nicht der Fall ist. Viertens ist es denkbar, dass die aus den OIS-Sätzen abgeleiteten Preissetzungsfaktoren verdeckte Faktoren nicht erfassen, die eine gegensätzliche Wirkung auf den Inflationsausgleich und die Realzinskomponenten der OIS-Sätze haben, sodass sich diese Komponenten vollständig gegenseitig aufheben.⁷ Generiert das Regressionsmodell trotz der genannten Gründe einen immer noch hohen Wert für R^2 , ist es folglich unwahrscheinlich, dass technische Faktoren einen nennenswerten Beitrag zur Entwicklung der Inflationsswapsätze leisten.

Unsere empirischen Ergebnisse deuten darauf hin, dass die Inflationsswapsätze im Euroraum weitgehend den reinen Inflationsausgleich widerspiegeln. Für technische Faktoren bleibt dabei wenig Raum, abgesehen von einigen kurzfristigen Verzerrungen, die in Zeiten extremer Marktvolatilität bei den kurzfristigen Inflationsswapsätzen auftreten. Mittels des beschriebenen Modells werden die Sätze von inflationsindexierten Swaps mit Laufzeiten von ein bis zehn Jahren auf die ersten drei Hauptkomponenten regressiert. Diese Hauptkomponenten werden aus den OIS-Sätzen für Laufzeiten von drei Monaten bis zehn Jahren sowie aus der realisierten monatlichen und jährlichen Gesamtinflation abgeleitet.⁸ Insgesamt weist das Regressionsmodell eine hohe Anpassungsgüte auf: Die angepassten Datenreihen spiegeln also über alle Laufzeiten hinweg recht genau die tatsächlich beobachtete Höhe und Dynamik der Inflationsswapsätze wider (siehe Abbildung A und B).⁹ Dies zeigt sich auch in dem über alle Laufzeiten ermittelten R^2 -Durchschnittswert, der mit 0,9 hoch ist (siehe Abbildung C, blaue Balken);

⁶ C. Speck, Break-Even Inflation Rates for the Euro Area, Discussion Paper der Deutschen Bundesbank (im Erscheinen), verwendet den gleichen Ansatz für die aus Anleihen abgeleitete Breakeven-Inflationsrate. Allerdings stützt sich die in diesem Diskussionspapier enthaltene Regressionsanalyse auf Hauptkomponenten, die aus den Renditen deutscher Bundesanleihen abgeleitet wurden. Anders als im vorliegenden Kasten werden zudem keine weiteren Kontrollvariablen wie etwa Messgrößen der realisierten Inflation berücksichtigt.

⁷ Unter solchen Umständen würden die OIS-Sätze anders als der Inflationsausgleich nicht auf diese Faktoren laden, und die Faktoren wären beispielsweise in der Hauptkomponentenanalyse der OIS-Sätze auch nicht identifizierbar.

⁸ Die realisierte Inflation wird hier berücksichtigt, um der verzögerten Indexierung der Inflationsswapsätze Rechnung zu tragen. Beispielsweise wäre ein einjähriger inflationsindexierter Swap im Monat t an die Inflationsentwicklung im Zeitraum $t-3$ bis $t+9$, ein vergleichbarer einjähriger OIS-Kontrakt hingegen an die €STR-Entwicklung im Zeitraum t bis $t+12$ gekoppelt. Hinzu kommen noch eine Dummy-Variable mit dem Wert eins für 2021 sowie Interaktionsterme zur Beschreibung der Wechselwirkung zwischen diesem Dummy und allen erklärenden Variablen. Damit soll die Möglichkeit einbezogen werden, dass die jüngste Hochinflationsphase einen Strukturbruch verursacht haben könnte.

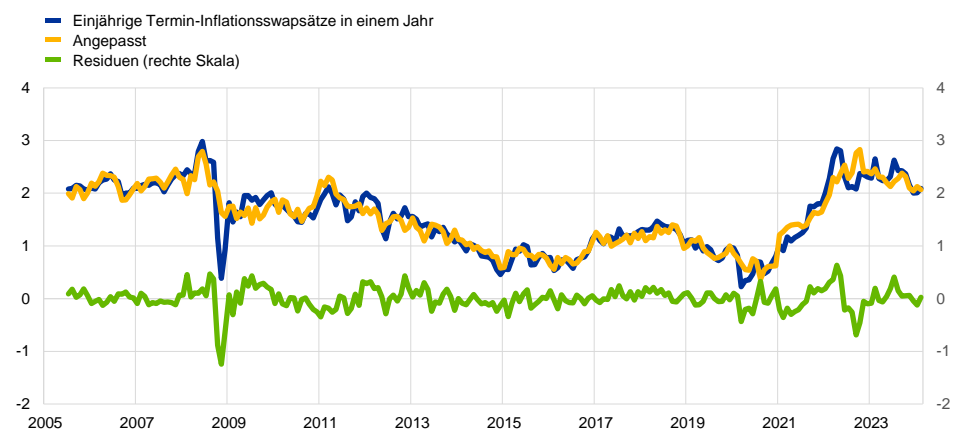
⁹ Die Ergebnisse bestätigen tatsächlich, dass sich die bereits hohe Anpassungsgüte eines ausschließlich auf OIS-Faktoren basierenden Regressionsmodells noch deutlich verbessert, wenn dem Modell die realisierte Inflation hinzugefügt wird. Insbesondere gilt dies für die kürzeren Laufzeiten, wo Indexierungsverzögerungen eine größere Rolle spielen. Dies steht im Einklang mit den Ergebnissen für den Inflationmarkt des Vereinigten Königreichs, die beschrieben werden in: S. Bahaj, R. Czech, S. Ding und R. Reis, The market for inflation risk, Staff Working Papers der Bank of England, Nr. 1028, 2023.

allerdings nehmen technische Faktoren bei den kürzesten Laufzeiten einen etwas größeren Raum ein.¹⁰ Die Residuen sind im Durchschnitt klein, weichen jedoch in einigen Phasen deutlicher vom Wert null ab, vor allem während der Weltfinanzkrise, zu Beginn der Corona-Pandemie und nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine. Für diese Zeiträume war eine erhöhte Marktvolatilität kennzeichnend. Daher ist durchaus denkbar, dass außer den Inflationserwartungen und Inflationsrisikoprämien noch andere Faktoren das von den marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs ausgehende Signal etwas verzerrt haben könnten. Die Abweichungen treten jedoch nur kurzzeitig auf, denn die Mittelwerte der Residuen betragen in jedem einzelnen Jahr des Stichprobenzeitraums fast null. Indessen erreicht die Volatilität der Residuen – gemessen als Standardabweichung – ihren höchsten Wert in den Jahren, die sich den oben genannten Zeiträumen zuordnen lassen (siehe Abbildung A und B).

Abbildung A

Anpassungsgüte für einjährige inflationsindexierte Termin-Swapsätze in einem Jahr

(linke Skala: in % p. a.; rechte Skala: in Prozentpunkten)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

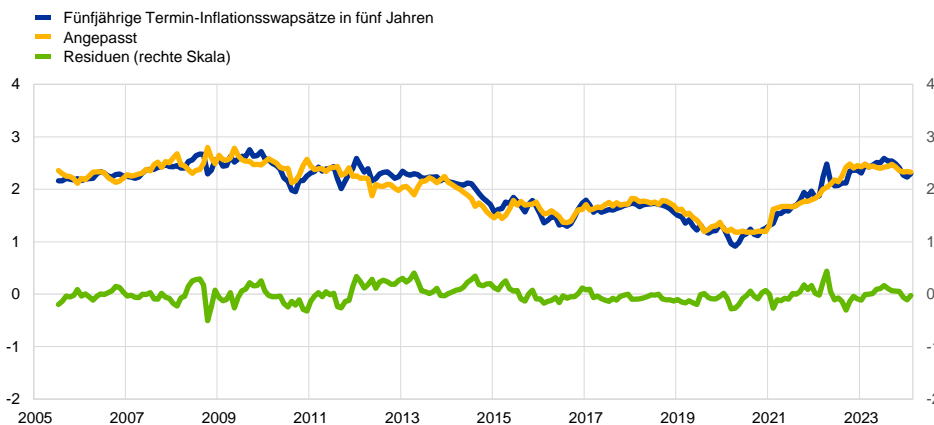
Anmerkung: Gezeigt werden a) die einjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsätze in einem Jahr, wie sie sich aus den beobachteten Kassakursen ergeben (blaue Linie); b) die angepassten einjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsätze in einem Jahr, ermittelt durch Regression der impliziten inflationsindexierten Termin-Swapsätze auf die ersten drei Hauptkomponenten, die aus den EONIA/€STR-basierten OIS-Sätzen und der realisierten monatlichen und jährlichen HVPI-Inflation im Euroraum abgeleitet wurden (gelbe Linie); c) die Residuen dieser Regression, berechnet als Differenz zwischen beobachteten und angepassten Inflationsswapsätzen (grüne Linie). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2024.

¹⁰ Sowohl die OIS-Sätze als auch die Inflationsswapsätze sind persistent und weisen Autokorrelationen in der Nähe von eins auf. Dennoch scheinen die Level-Regressionen nicht scheinbar korreliert zu sein. Für nichtstationäre OIS- und Inflationsswapsätze würden wir ex ante erwarten, dass sie kointegriert sind. Wir lehnen die Nullhypothese ab, wonach für alle Laufzeiten das Residuum $I(1)$ ist. Demnach sind die OIS-Sätze und die Inflationsswapsätze kointegriert (siehe R. Engle und C. Granger, Co-integration and error correction: Representation, estimation and testing, *Econometrica*, Bd. 55, Nr. 2, 1987, S. 251-276).

Abbildung B

Anpassungsgüte für fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsätze in fünf Jahren

(linke Skala: in % p. a.; rechte Skala: in Prozentpunkten)



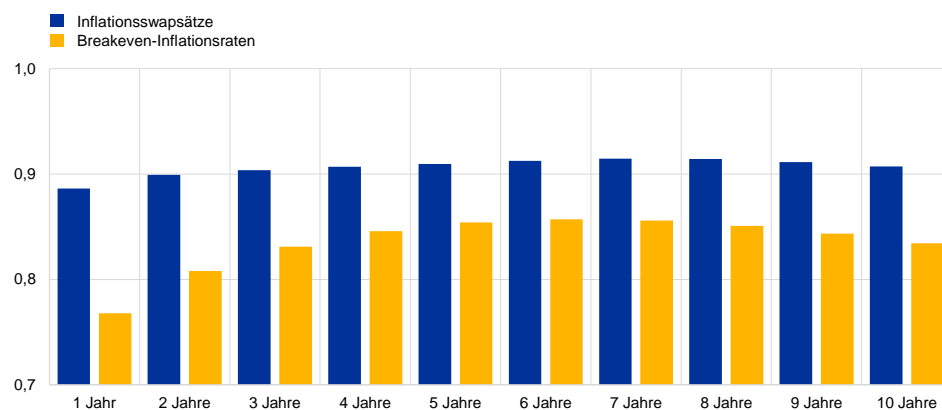
Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Gezeigt werden a) die fünfjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsätze in fünf Jahren, wie sie sich aus den beobachteten Kassakursen ergeben (blaue Linie); b) die angepassten fünfjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsätze in fünf Jahren, ermittelt durch Regression der impliziten inflationsindexierten Termin-Swapsätze auf die ersten drei Hauptkomponenten, die aus den EONIA/€STR-basierten OIS-Sätzen und der realisierten monatlichen und jährlichen HVPI-Inflation im Euroraum abgeleitet wurden (gelbe Linie); c) die Residuen dieser Regression, berechnet als Differenz zwischen beobachteten und angepassten Inflationsswapsätzen (grüne Linie). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2024.

Abbildung C

Mit OIS-Faktoren und realisierter Inflation erklärbare Variation der Inflationsswapsätze und Breakeven-Inflationsraten im Euroraum

(R^2 bereinigt)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Gezeigt wird R^2 , ermittelt durch Regression der Inflationsswapsätze und Breakeven-Inflationsraten im Euroraum auf die ersten drei Hauptkomponenten, die aus den EONIA/€STR-basierten OIS-Sätzen und der realisierten monatlichen und jährlichen HVPI-Inflation im Euroraum abgeleitet wurden.

Unser Analyserahmen lässt jedoch vermuten, dass bei den aus inflationsindexierten Anleihen abgeleiteten Breakeven-Inflationsraten für den Euroraum die technischen Faktoren eine größere Rolle spielen. Bei Regressionen mit den vom Anleihemarkt abgeleiteten Breakeven-Inflationsraten ergibt sich in der Regel ein niedrigeres R^2 (siehe Abbildung C, gelbe Balken). Dies steht im Einklang mit der allgemeinen Auffassung, dass die Breakeven-Inflationsraten aufgrund der relativ geringen Marktliquidität inflationsindexierter

Anleihen anfälliger für technische Faktoren sind.¹¹ Die genannten Ergebnisse deuten darauf hin, dass der bei den Inflationsswapsätzen für den Euroraum erreichte R^2 -Durchschnittswert von 0,9 auffallend hoch und ein Erklärungsgehalt dieser Größenordnung unüblich ist, insbesondere bei inflationsindexierten Anleihen und anderen Märkten mit vergleichsweise geringer Liquidität.

¹¹ Das Angebot am Anleihemarkt entwickelt sich unter gewissen Beschränkungen, da die Schuldenverwaltungen bei der Anleiheemission und Finanzierung über den Kapitalmarkt recht mechanischen Zeitplänen folgen. Somit ist auch die Preiselastizität des Angebots relativ niedrig. Es gilt als gesichert, dass dieses relativ unelastische Angebot und das geringe ausstehende Gesamtvolumen von 500 Mrd. € mit der Liquiditätsprämie zusammenhängen, die in den auf Staatsanleihen basierenden Breakeven-Inflationsraten enthalten ist (siehe M. Fleckenstein, F. A. Longstaff und H. Lustig, The TIPS-treasury bond puzzle, *The Journal of Finance*, Bd. 69, Nr. 5, 2014, S. 2151-2197). Das Angebot von inflationsindexierten Swaps entwickelt sich indes weitgehend uneingeschränkt, denn ein Swapkontrakt kommt im Wesentlichen dadurch zustande, dass zwei Marktteilnehmer nach Belieben eine bilaterale Vereinbarung treffen. Dies spiegelt sich in einer sehr hohen Preiselastizität des Angebots wider.

Reform der EU-Haushaltsregeln – potenzielle makroökonomische Auswirkungen auf den Euroraum

Othman Bouabdallah, Cristina Checherita-Westphal, Sebastian Hauptmeier und Philip Muggenthaler

Dieser Kasten enthält eine erste Einschätzung zu den gesamtwirtschaftlichen Effekten, die sich für den Euroraum aus der Einhaltung der überarbeiteten Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) im Zeitraum 2025-2026 ergeben könnten.¹ Die Ausführungen beziehen sich auf die vorläufige, am 10. Februar 2024 von den EU-Gesetzgebern erzielte politische Einigung und beleuchten die potenziellen Effekte der Fiskalreformen im Vergleich zu den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom März 2024. Dabei wird analysiert, wie sich die Reformen auf den fiskalischen Kurs im Euroraum sowie die Wachstums- und Inflationsaussichten auswirken könnten.² Da die überarbeiteten Haushaltsregeln voraussichtlich 2025 in Kraft treten, wird hier der Zeitraum 2025-2026 betrachtet.

Wesentlicher Bestandteil der neuen Fiskalregeln ist eine Schuldentragfähigkeitsanalyse, aus der mittelfristige Referenzpfade für die Haushaltskonsolidierung abgeleitet werden. Hinzu kommen numerische Sicherheitslinien zum Schuldenabbau und zur Defizitresilienz.

EU-Mitgliedstaaten, die 2024 eine öffentliche Schuldenquote von über 60 % und/oder eine Defizitquote von über 3 % aufweisen, müssen einen mittelfristigen strukturellen finanzpolitischen Plan einreichen, der auf einem von der Europäischen Kommission vorgegebenen Referenzpfad beruht.³ Der einzelstaatliche Anpassungspfad erstreckt sich über vier Jahre (2025-2028). Eine Verlängerung des Zeitraums auf bis zu sieben Jahre (2025-2031) ist möglich, wenn bestimmte Investitions- und Reformzusagen des Mitgliedstaats vorliegen (wobei die im Rahmen der Aufbau- und Resilienzfazilität finanzierten Vorhaben berücksichtigt werden). Die Konsolidierung wird als mehrjähriger Nettoausgabenpfad operationalisiert. Sie entspricht dem jeweils höheren Wert der folgenden zwei Kriterien:

¹ Am 20. Dezember 2023 erzielte der ECOFIN-Rat eine Einigung über die Legislativvorschläge der Europäischen Kommission vom April 2023 zur Reform der im SWP enthaltenen Haushaltsregeln. Nähere Einzelheiten finden sich in der [Pressemitteilung des Rates der EU vom 21. Dezember 2023](#) sowie in den dazugehörigen Verordnungsentwürfen des Rates. Die [vorläufige Vereinbarung](#) vom Februar 2024, deren Billigung durch das Europäische Parlament bei Abschluss dieses Berichts noch ausstand, entspricht weitgehend dem Kompromisstext des Rates. Sie sieht jedoch vor, dass einzelstaatliche Kofinanzierungen EU-finanzierter Programme nicht im Ausgabenpfad berücksichtigt werden, um zusätzliche Investitionsanreize zu schaffen. Auf die quantitativen Schätzungen in diesem Kasten hat dieses Vorgehen allerdings keine Auswirkungen.

² Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB](#), März 2024.

³ Länder, die 2024 ein Ausgangsdefizit von unter 3 % des BIP und eine Ausgangverschuldung von unter 60 % des BIP aufweisen, können bei der Kommission sogenannte technische Informationen anfordern, die ihnen lediglich als Orientierung für die Aufstellung ihres mittelfristigen strukturellen finanzpolitischen Plans dienen sollen. Gemäß der Herbstprognose 2023 der Europäischen Kommission betrifft dies Estland, Irland, Kroatien, Litauen, Luxemburg und die Niederlande. In diesem Kasten wird simuliert, dass diese Länder die technischen Informationen beantragen und zusätzliche Konsolidierungsanstrengungen unternehmen, sofern dies die neuen Fiskalregeln erfordern.

(i) **Konsolidierung auf Basis der Schuldentragfähigkeitsanalyse:**

Die Schuldenquote muss sich über den gewählten Konsolidierungszeitraum (vier bis sieben Jahre) hinaus auf einem plausibel und kontinuierlich rückläufigen Pfad befinden; dies ist zu belegen durch:

1. eine deterministische Schuldentragfähigkeitsanalyse (d. h. Rückgang der Schuldenquote über einen Zeitraum von zehn Jahren in einem Basisszenario, welches das schwierigste von drei Schockszenarios berücksichtigt) und
2. eine stochastische Schuldentragfähigkeitsanalyse (d. h. Rückgang der Schuldenquote über einen Zeitraum von fünf Jahren mit einer Wahrscheinlichkeit von 70 %).⁴

(ii) **Korrektur im Verfahren bei einem übermäßigen Defizit:**

Mitgliedstaaten mit einem Defizit von über 3 % des BIP müssen zu dessen Beseitigung eine jährliche Haushaltskonsolidierung von mindestens 0,5 Prozentpunkten des BIP vornehmen. Diese Anpassung bezieht sich im Übergangszeitraum 2025-2027 auf den strukturellen Primärsaldo und danach auf den strukturellen Finanzierungssaldo.

Ferner enthält die präventive Komponente des SWP zwei Sicherheitslinien, die für alle Länder gelten:

- (i) **Sicherheitslinie zur Schuldentragfähigkeit:** Länder mit einer Schuldenquote von über 90 % im Jahr 2024 müssen diese mindestens um durchschnittlich 1 Prozentpunkt pro Jahr senken. Für Länder mit einer Schuldenquote von unter 90 % (aber über 60 %) ist eine jährliche Absenkung um 0,5 Prozentpunkte vorgeschrieben.⁵
- (ii) **Sicherheitslinie zur Defizitresilienz:** Die Haushaltskonsolidierung soll einen Sicherheitsabstand zum Defizit-Referenzwert von 3 % des BIP gemäß AEUV herstellen. Das strukturelle Defizit darf demnach höchstens 1,5 % des BIP betragen. Entsprechend muss der strukturelle Primärsaldo in einem vierjährigen Konsolidierungszeitraum jährlich um 0,4 Prozentpunkte des BIP und in einem Siebenjahreszeitraum um 0,25 Prozentpunkte des BIP verbessert werden.

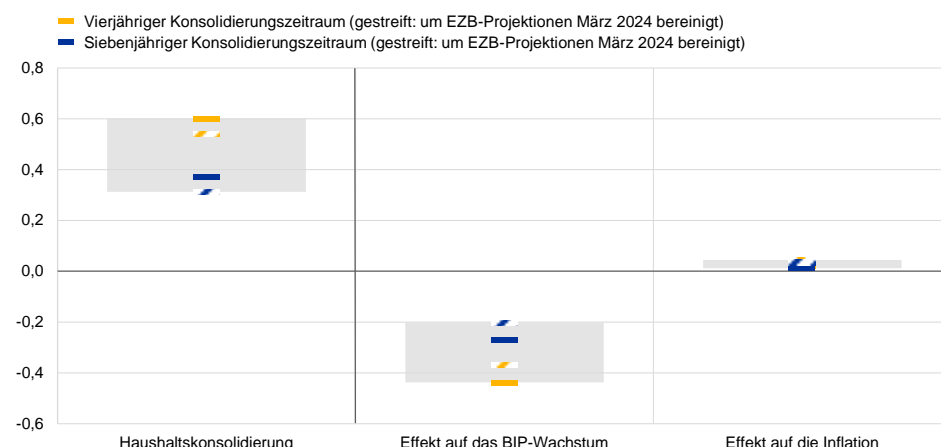
⁴ In den Szenarios der deterministischen Schuldentragfähigkeitsanalyse werden folgende Schocks simuliert: a) höhere Zins-Wachstums-Differenz ($r-g$), b) Finanzstressereignis und c) niedrigerer struktureller Primärsaldo. Von höchster Relevanz ist in fast allen Fällen der Schock der Zins-Wachstums-Differenz in Form eines Anstiegs von $r-g$ um 1 Prozentpunkt (0,5 Prozentpunkte höherer Zinssatz r und 0,5 Prozentpunkte geringeres Wachstum g). Das Finanzstressereignis beinhaltet einen Schock in Form eines um 1 Prozentpunkt höheren marginalen Zinssatzes. Das Szenario zum Primärsaldo simuliert dessen Rückgang um 1 Prozentpunkt des BIP.

⁵ Diese eigens auf hoch verschuldete Länder abstellende Bedingung soll ein Mindestmaß des Schuldenabbaus gewährleisten und gilt für den gesamten Konsolidierungszeitraum (2025-2028 bzw. 2025-2031). Für Länder, die sich in einem auf dem Defizitkriterium beruhenden Defizitverfahren befinden, greift sie indes erst nach Ablauf des Jahres, in dem das Defizitverfahren eingestellt wird.

Auf Basis der beschriebenen Anforderungen werden für den Euroraum mehrere Konsolidierungsszenarios im Zeitraum 2025-2026 betrachtet (siehe Abbildung A, linke Spalte). Ausgangspunkt ist jeweils die Haushaltsanpassung, die sich aus der Herbstprognose 2023 der Europäischen Kommission und den genannten Anforderungen ergibt.⁶ Die impliziten jährlichen durchschnittlichen Konsolidierungsanforderungen werden als Veränderung des strukturellen Primärsaldos im vier- und siebenjährigen Konsolidierungszeitraum kalibriert. In der Analyse werden diese Szenarios auch dem Basisszenario der Euroraum-Projektionen vom März 2024 gegenübergestellt (gestreifte Linien). Hierzu wird die bereits im Basisszenario der Projektionen enthaltene fiskalische Anpassung herausgerechnet, die sich auf die Veränderung des strukturellen Primärsaldos bezieht.⁷

Abbildung A
Reform der EU-Haushaltsregeln – Konsolidierungsszenarios für den Euroraum mit möglichen gesamtwirtschaftlichen Effekten 2025-2026

(in Prozentpunkten des BIP; in Prozentpunkten; Jahresdurchschnitt 2025-2026)



Quellen: EZB-Berechnungen, Herbstprognose 2023 der Europäischen Kommission und Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom März 2024.

Anmerkung: Haushaltskonsolidierung in Prozentpunkten des BIP (ohne Revisionen alterungsbedingter Belastungen, die nach dem Stichtag der hier vorliegenden Berechnungen verfügbar wurden). Ein positiver Wert steht für eine zusätzliche fiskalische Straffung. Den Szenarios liegt die Annahme zugrunde, dass die Länder keinen Gebrauch von der zulässigen Abweichung über das Kontrollkonto machen. Die gesamtwirtschaftlichen Effekte sind in Prozentpunkten als Abweichung vom Basisszenario dargestellt. Sie werden pro Jahr berechnet und beinhalten auch verzögerte Effekte fiskalischer Schocks aus dem Vorjahr. Anschließend wird der Durchschnitt für 2025-2026 gebildet. Bei den Simulationsergebnissen für das Aggregat des Euroraums handelt es sich um einen Durchschnittswert aus drei makroökonomischen Modellen, die in den Projektionen der Fachleute von EZB und Eurosystem verwendet werden. Die Simulationen werden auf Länderebene erstellt und dann mithilfe zweier dieser Modelle für den Euroraum aggregiert. Im dritten Modell wird der fiskalische Schock zunächst auf Euroraumebene aggregiert, bevor dessen gesamtwirtschaftliche Effekte simuliert werden.

⁶ Gemäß der vorläufigen Einigung der EU-Gesetzgeber sollen die Mitgliedstaaten ihre mittelfristigen strukturellen finanzpolitischen Pläne bis zum 20. September 2024 einreichen, nachdem sie spätestens bis 21. Juni 2024 von der Kommission entsprechende Vorgaben in Form von Referenzpfaden erhalten haben. Datengrundlage für die Ermittlung der Referenzpfade wäre die Frühjahrsprognose 2024 der Europäischen Kommission.

⁷ Diese Konsolidierung beläuft sich 2025 auf 0,13 Prozentpunkte des BIP und 2026 auf nahezu null. Die Szenarios mit Bezug zum Basisszenario der EZB-Projektionen berücksichtigen auch Änderungen finanzpolitischer Maßnahmen, die nach dem Stichtag der Eurosystem-Projektionen vom Dezember 2023 eingetreten sind (dieser liegt in zeitlicher Nähe zur Herbstprognose der Kommission). Wie Berechnungen der EZB zeigen, ist für den Euroraum insgesamt die durchschnittliche jährliche Konsolidierung, die aus der Veränderung des strukturellen Primärsaldos resultiert, ähnlich hoch wie die Konsolidierung, die sich aus dem Ausgabenrichtwert ergibt (letzterer wird zur Festlegung der Maßnahmen in den jeweiligen Plänen herangezogen).

Die Einhaltung des reformierten EU-Regelwerks hätte im Zeitraum 2025-2026 zur Folge, dass der fiskalische Kurs im Euroraum insgesamt etwas stärker gestraft würde als im Basisszenario der EZB-Projektionen vom März 2024.

Je nach Länge des Konsolidierungszeitraums (vier bis sieben Jahre) gehen die Szenarios davon aus, dass die Regierungen im Rahmen der neuen Regeln 2025-2026 Konsolidierungsmaßnahmen von durchschnittlich 0,4 bis 0,6 Prozentpunkten des BIP ergreifen. In dem Szenario, welches die in die EZB-Projektion bereits eingeflossene Konsolidierung berücksichtigt, betragen die zusätzlichen Konsolidierungsmaßnahmen dagegen 0,3 bis 0,5 Prozentpunkte des BIP.⁸ Die Szenarios, in denen für alle Länder ein Konsolidierungszeitraum von vier Jahren unterstellt wird, können als Obergrenzen der Ergebnisse für 2025-2026 gelten.

In den Haushaltsszenarios dieses Kastens ergeben sich gewisse – wenngleich recht geringe – Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum und ein nur begrenzter Inflationseffekt (siehe Abbildung A, mittlere und rechte Spalte).

Vorbehaltlich der Verfügbarkeit verlässlicher Angaben basieren die Simulationen auf einer länderspezifischen Zusammensetzung der Haushaltskonsolidierung. Dabei zeigt sich eine Tendenz zur Senkung der staatlichen Transferzahlungen und Konsumausgaben. Waren entsprechende Angaben nicht verfügbar, wurde eine Standardzusammensetzung angenommen, bei der vier finanzpolitische Instrumente (Transfers, Konsumausgaben des Staates, indirekte Steuern sowie direkte Steuern und Sozialbeiträge) gleiche Gewichtungsanteile aufweisen. Da der reformierte EU-Rahmen darauf abzielt, staatliche Investitionen – insbesondere mit Blick auf öffentliche Investitionen und Strukturreformen in einem Siebenjahreszeitraum – zu erhalten, wird für sie keine Konsolidierung unterstellt. Insgesamt liegt den Euroraum-Szenarios die Annahme zugrunde, dass 70 % der Konsolidierung über die Ausgabenseite und 30 % über die Einnahmenseite vorgenommen werden (weniger als die Hälfte der einnahmenseitigen bzw. 13 % der gesamten Konsolidierung erstrecken sich auf netto betrachtete indirekte Steuern). In den Szenarios mit den EZB-Stabsprojektionen vom März 2024 als direkter Bezugsgröße ergäben sich bei dieser Annahme und insbesondere in einem Konsolidierungszeitraum von sieben Jahren nur moderate Effekte für das BIP. Die Inflationseffekte halten sich allgemein in Grenzen. Der sehr geringe positive Teuerungseffekt erklärt sich folgendermaßen: Der Anstieg der (netto betrachteten) indirekten Steuern – der auf höhere indirekte Steuern und/oder Senkungen von Gütersubventionen zurückzuführen sein kann – zeitigt einen sofortigen, wenngleich temporären, positiven Effekt auf die Teuerung. Der (inflationstäpfende) Nachfrageeffekt von Änderungen sonstiger finanzpolitischer Instrumente ist dagegen geringer und kommt erst nach und nach zum Tragen.

Umfang und Beschaffenheit der hier betrachteten

Konsolidierungsanforderungen und damit auch ihre makroökonomischen Effekte sind mit erheblicher Unsicherheit behaftet. Diese ergibt sich in erster Linie aus a) der erforderlichen Haushaltskonsolidierung sowie deren Zeitpunkt und

⁸ Die Szenarios beruhen auf der Annahme, dass die Regierungen zusätzlich zu den im Basisszenario der EZB-Projektionen enthaltenen Haushaltsanpassungen weitere Konsolidierungsschritte unternehmen.

Zusammensetzung; all dies ist nach bilateralen Gesprächen zwischen dem betreffenden Mitgliedstaat und der Europäischen Kommission in nationalen strukturellen finanzpolitischen Plänen zu vereinbaren; b) Risiken hinsichtlich der praktischen Umsetzung; c) möglichen Änderungen der Kommissionsprognose (Frühjahr 2024 gegenüber Herbst 2023); d) sonstigen makroökonomischen und finanziellen Faktoren. Umsetzungsrisiken können sich auch aus der nachträglich gestatteten Flexibilität ergeben, wenn die Länder Gebrauch von der per Kontrollkonto zulässigen Abweichung machen. Mit dem Kontrollkonto verfolgt die Kommission, ob die tatsächlichen Nettoausgaben den vereinbarten Nettoausgabenpfad in Summe über- oder unterschreiten. Weichen die jährlichen tatsächlichen Nettoausgaben eines Staates nach oben von diesem Pfad ab, verbucht die Kommission eine Soll-Position; bei einer Abweichung nach unten verbucht sie eine Haben-Position. Die Kommission kann ein Verfahren bei einem übermäßigen Defizit einleiten, wenn die saldierten Einträge auf dem Kontrollkonto eines Mitgliedstaats 0,6 % des BIP (kumuliert) oder 0,3 % des BIP (Einzeljahr) überschreiten.⁹

In ihrer Erklärung zum haushaltspolitischen Kurs für 2025 hob die Euro-Gruppe ihr Engagement hervor, mit welchem sie eine einheitliche und rasche Umsetzung des neuen finanzpolitischen Regelwerks sicherstellen wolle.¹⁰ Dies

sollte dazu beitragen, dass sich die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen durch ausreichende und differenzierte Schuldenabbaupläne der einzelnen Länder und unterstützt durch künftige Primärüberschüsse verbessert. Wie oben dargelegt, hält sich der Inflationseffekt im Zeitraum 2025-2026 in allen Szenarios in Grenzen. Für das kurzfristige Wirtschaftswachstum ergeben sich hingegen gewisse Abwärtsrisiken, wenn die erforderliche Konsolidierung in einem kurzen Zeitraum und – zusätzlich zu bestehenden finanzpolitischen Maßnahmen – vollständig vorgenommen wird. Diese Wachstumseffekte scheinen geringer auszufallen, wenn die im reformierten finanzpolitischen Regelwerk vorgesehene Flexibilität berücksichtigt wird.¹¹ So lassen sich die Konsolidierungsanforderungen zeitlich strecken, um das Wachstum durch Anreize für öffentliche Investitionen und Strukturreformen zu fördern. Ferner könnten etwaige Vertrauenseffekte, die beispielsweise von niedrigeren Renditeabständen zwischen Staatsanleihen oder einem perspektivisch höheren Potenzialwachstum herrühren (beides nicht Gegenstand dieses Kastens), die kurzfristigen negativen Wachstumseffekte vor allem für hoch verschuldete Länder mindern.

⁹ Länder mit einem niedrigen Schuldenstand und Defizit (siehe Fußnote 3) fordern unter Umständen keine technischen Informationen bei der Kommission für die Erstellung ihres Finanzplans an und sind mithin an keine Konsolidierungsanforderungen gebunden. Hierdurch könnte sich der Umfang der in diesem Kasten betrachteten Haushaltskonsolidierung weiter verringern.

¹⁰ Siehe Euro-Gruppe, [Eurogroup statement on the fiscal policy orientation for 2025](#), Pressemitteilung vom 11. März 2024.

¹¹ Allerdings führen Verzögerungen bei der Haushaltskonsolidierung und damit der Senkung des Schuldenstands dazu, dass die künftigen Konsolidierungsanforderungen höher ausfallen.

Aufsätze

1 Vertrauen in die EZB – Erkenntnisse aus der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen

Ferdinand Dreher

1 Einleitung

Damit die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank wirkt, müssen die Menschen im Euroraum der EZB vertrauen. Das Fundament des Euro ist – wie bei jeder Fiat-Währung – das Vertrauen der Menschen, die ihn nutzen. Zudem hat sich gezeigt, dass ein größeres Vertrauen in die EZB die Inflationserwartungen besser verankert.¹ Vertrauen ist somit eine unabdingbare Voraussetzung für eine wirksame Geldpolitik. Jedoch haben mehrere globale Krisen und die seit Beginn der Corona-Pandemie gestiegene weltweite Unsicherheit im Verbund mit der erhöhten Inflation der vergangenen zwei Jahre dazu geführt, dass die Zentralbanken ins Visier der Öffentlichkeit geraten sind. Es ist daher besonders wichtig, genau zu verstehen, wie es um das Vertrauen der Menschen in die EZB bestellt ist.

Die EZB beobachtet das in sie gesetzte Vertrauen vor allem mittels Umfragen.

Einen wichtigen Indikator für das Vertrauen liefert das Standard Eurobarometer der Europäischen Kommission. In dieser seit 1999 durchgeführten Umfrage wird insbesondere auch die Meinung der Bürgerinnen und Bürger Europas zur EZB erhoben. Die Befragten sollen angeben, ob sie der EZB eher vertrauen oder eher nicht vertrauen, und sich somit zwischen zwei Antwortmöglichkeiten entscheiden.²

In der seit 2020 eigens von der EZB durchgeführten Umfrage zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES) beantworten im Euroraum ansässige Personen vor allem Fragen zu ihrer aktuellen und erwarteten wirtschaftlichen Situation, aber auch zu ihrem Vertrauen in die EZB.³ Die Entwicklung des Vertrauens in die EZB wird häufig aggregiert analysiert (in der Regel auf Länder- oder Euroraumebene). Allerdings wird dieses Vertrauen auch durch eine Vielzahl individueller soziodemografischer Faktoren und

¹ Siehe beispielsweise D. Christelis, D. Georganakos, T. Jappelli und M. van Rooij, [Trust in the Central Bank and Inflation Expectations](#), International Journal of Central Banking, Bd. 16, Nr. 6, 2020, S. 1-37.

² In der Eurobarometer-Umfrage geben die Teilnehmerinnen und Teilnehmer an, ob sie bestimmten europäischen Institutionen, darunter die EZB, eher vertrauen oder eher nicht vertrauen. Die Befragten können auch mit „Weiß nicht“ antworten. In der jüngsten Umfragerunde war dies bei 15 % der Befragten der Fall.

³ In der CES-Umfrage werden die Verbraucherinnen und Verbraucher gefragt, wie viel Vertrauen sie in die folgenden Institutionen und Organisationen haben: EZB, Europäisches Parlament, Europäische Kommission, Vereinte Nationen, jeweilige nationale Zentralbank. Wie groß ihr Vertrauen ist, sollen sie auf einer Skala von 0 bis 10 angeben (0 bedeutet, dass sie der Institution überhaupt nicht vertrauen, und 10, dass Sie volles Vertrauen in die Institution haben).

ökonomischer Ansichten bestimmt.⁴ Daher ist eine eingehende Analyse auf individueller Ebene potenziell wertvoll, denn sie liefert Erkenntnisse darüber, welche Art von Vertrauen die EZB genießt und inwieweit die aggregierten Daten die Merkmale des Vertrauens einzelner Personen widerspiegeln.

Die Umfrage zu den Verbrauchererwartungen ermöglicht aufgrund ihrer Granularität eine detailliertere Analyse als das Eurobarometer, insbesondere auf Ebene der einzelnen Befragten.

In diesem Aufsatz wird das Vertrauen in die EZB aus der Perspektive der einzelnen Befragten genauer beleuchtet. Hierfür sind drei spezifische Merkmale der CES-Umfrage hilfreich: Erstens ermöglicht die Einstufung des Vertrauens auf einer Skala von 0 bis 10 eine Differenzierung zwischen den Personen, deren Vertrauenswerte sich innerhalb eines Spektrums zwischen den beiden Extremen bewegen. Hieraus ergeben sich granularere Antworten als bei der Eurobarometer-Umfrage. Zweitens werden in der CES dieselben Personen in mehreren Umfragerunden befragt, während beim Eurobarometer die Befragten in jeder Runde neu ausgewählt werden.⁵ Veränderungen des Vertrauens im Zeitverlauf lassen sich daher auch auf individueller Ebene statt nur auf aggregierter Ebene nachvollziehen. Drittens erhebt die CES-Umfrage auch das Vertrauen in die nationale Zentralbank und beschränkt sich im Gegensatz zur Eurobarometer-Umfrage nicht auf das Vertrauen in andere EU-Institutionen. Die beiden Umfragen unterscheiden sich noch in einigen weiteren Aspekten.⁶ Um die Ergebnisse der CES und des Eurobarometer direkt vergleichen zu können, sind nicht zuletzt längere Zeitreihen erforderlich. Die CES gibt es jedoch erst seit vier Jahren.

In diesem Aufsatz soll zunächst erörtert werden, welche aggregierten Ergebnisse die Eurobarometer- und die CES-Umfrage zum Vertrauen in die EZB liefern. Anschließend wird dargelegt, welche Erkenntnisse sich aus den drei genannten Merkmalen der CES ableiten lassen.

2 Vertrauen in die EZB seit Beginn der Pandemie

Die aggregierte Betrachtung anhand des Eurobarometer zeigt, dass sich das Vertrauen in die EZB während der Pandemie und in der darauf folgenden Phase erhöhter Inflation relativ stabil entwickelt hat. Im Verlauf der Weltfinanzkrise und der Staatsschuldenkrise ging das Vertrauen in den Euro-Ländern im Durchschnitt deutlich zurück, nahm jedoch anschließend wieder

⁴ Belege für soziodemografische Faktoren finden sich unter anderem in: M. Ehrmann, M. Soudan und L. Stracca, Explaining European Union Citizens' Trust in the European Central Bank in Normal and Crisis Times, *The Scandinavian Journal of Economics*, Bd. 115, Nr. 3, 2013, S. 781-807. Belege für einen Zusammenhang zwischen den Erwartungen der Befragten in Bezug auf ihre künftige finanzielle Lage und ihrem Vertrauen in die EZB finden sich beispielsweise in: C. van der Cruysen und A. Samarina, Drivers of trust in the ECB during the pandemic, *Applied Economics*, Bd. 55, Nr. 13, 2023, S. 1454-1476.

⁵ Während der Pilotphase im April 2020 wurden rund 10 000 Verbraucherinnen und Verbraucher aus den sechs größten Euro-Ländern (Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien, Niederlande und Belgien) befragt. Damit lagen repräsentative Daten auf nationaler Ebene vor. Seit 2022 nehmen fünf weitere Länder (Österreich, Finnland, Portugal, Griechenland und Irland) an der Umfrage teil, und es werden nun insgesamt rund 19 000 Verbraucherinnen und Verbraucher befragt.

⁶ Das Eurobarometer und die CES unterscheiden sich hinsichtlich Formulierung und Reihenfolge der Fragen, Stichprobenverfahren sowie Länderabdeckung und Häufigkeit.

allmählich zu (siehe Abbildung 1). In der jüngsten Eurobarometer-Umfrage, die im Oktober und November 2023 durchgeführt wurde, gaben 43 % der im Euroraum ansässigen Befragten an, der EZB zu vertrauen, während 42 % kein Vertrauen in die EZB bekundeten und 15 % die Frage nicht zu beantworten wussten. Das Nettovertrauen, d. h. der Saldo aus dem prozentualen Anteil der Befragten, die der EZB eher vertrauen, und dem prozentualen Anteil der Befragten, die der EZB eher nicht vertrauen, war somit leicht positiv. Von 2020 bis Mitte 2021 war das Nettovertrauen gestiegen, zu Jahresbeginn 2022 jedoch in den negativen Bereich gesunken. Danach kehrte es wieder auf das Vorpandemieniveau zurück⁷ und hat sich seither relativ stabil gehalten, wenngleich den Befragten seit 2021 vor allem die hohe Inflation Anlass zur Sorge gibt und die weltweiten Spannungen ein beispielloses Ausmaß erreicht haben.

Das in der CES seit 2020 erhobene Vertrauen in die EZB weist ein ähnliches Verlaufsmuster auf. Obwohl die methodischen Unterschiede und der kürzere Erhebungszeitraum keinen direkten Vergleich zwischen der CES-Umfrage und anderen Umfragen wie dem Eurobarometer zulassen, ist eine gewisse Korrelation der Antworten festzustellen. In der CES-Umfrage geben die Verbraucherinnen und Verbraucher monatlich auf einer Skala von 0 bis 10 an, wie sehr sie der EZB vertrauen. Das durchschnittliche Vertrauen liegt derzeit knapp über dem Skalenmittelpunkt von 5 und damit nahe dem Wert aus der ersten Umfragerunde zu Beginn der Pandemie. Das durchschnittliche Vertrauen in die EZB stieg von April 2020 bis Mitte 2021 leicht an. Genau in dieser Zeit ergriffen sowohl Zentralbanken wie die EZB als auch andere EU-Institutionen und die nationalen Regierungen zahlreiche Maßnahmen in Reaktion auf die Pandemie. Ab der Jahresmitte 2021 wurde dieser Vertrauenszuwachs in langsamerem Tempo wieder vollständig abgebaut (siehe Abbildung 1). Zur gleichen Zeit stieg die Inflation deutlich über den Zielwert von 2 %, und die Wirtschaft des Euroraums wurde massiv vom Angriff Russlands auf die Ukraine getroffen.

⁷ Während der Pandemie bedurfte es einiger methodischer Änderungen in der Eurobarometer-Umfrage. Beispielsweise war es in vielen Fällen nicht mehr möglich, die Teilnehmerinnen und Teilnehmer persönlich zu Hause zu befragen. Die aggregierten Ergebnisse dieser Umfrage könnten sich demzufolge auch aus methodischen Gründen verändert haben. Im Pandemiezeitraum wären die Ergebnisse der verschiedenen Umfragerunden somit nur eingeschränkt miteinander vergleichbar. Ferner wurde der regelmäßige Rhythmus von zwei Umfragen pro Jahr durch die Pandemie unterbrochen: 2020 gab es nur eine Umfragerunde, 2021 und 2022 wurden zwei und 2023 drei Umfragerunden veröffentlicht.

Abbildung 1

Vertrauen in die EZB gemäß Eurobarometer- und CES-Umfrage

(linke Skala: Nettovertrauen in die EZB unter den im Euroraum ansässigen Befragten (Eurobarometer), in %; rechte Skala: durchschnittliches Vertrauen in die EZB (CES), Skala von 0 bis 10)



Quellen: Standard Eurobarometer der Europäischen Kommission, CES-Umfrage der EZB und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Daten des Eurobarometers umfassen die Umfragerunden 51 (Frühjahr 1999) bis 100 (Herbst 2023). Das Nettovertrauen ist der prozentuale Anteil der Befragten, die der EZB eher vertrauen, abzüglich des prozentualen Anteils der Befragten, die der EZB eher nicht vertrauen. Bei beiden Umfragen blieben die Befragten, die mit „Weiß nicht“ antworteten, unberücksichtigt. Die CES-Daten sind ein gewichteter Durchschnitt aus den monatlichen Umfragerunden von April 2020 bis Dezember 2023. In der CES wird die Frage zum Vertrauen durch Einstufung auf einer Skala von 0 bis 10 beantwortet, wobei „0“ überhaupt kein Vertrauen und „10“ volles Vertrauen bedeutet.

Mangels geeigneter Umfragen wie der CES war es bislang nicht möglich, die Entwicklung des individuellen Vertrauens in die EZB im Zeitverlauf zu verfolgen.

Die Erkenntnisse aus der CES sollten mit Vorsicht interpretiert werden, da diese Umfrage bislang nur einen Zeitraum von wenigen Jahren abdeckt.

Gleichwohl liefert sie im Gegensatz zum Eurobarometer Antworten auf bestimmte Fragen zur Art des Vertrauens in die EZB. Insbesondere lässt sich dank der Panelstruktur der CES untersuchen, ob das im Zeitverlauf relativ stabile Vertrauen auf aggregierter Ebene auch auf der individuellen Ebene zu beobachten ist. Für die wissenschaftliche Forschung sind üblicherweise vor allem die zwischen einzelnen Personen zu einem bestimmten Zeitpunkt bestehenden Vertrauensunterschiede von Interesse. Politische Analysen hingegen untersuchen in der Regel, wie sich das Vertrauen innerhalb großer soziodemografischer Gruppen im Zeitverlauf entwickelt.⁸ Entscheidend für das Verständnis des allgemeinen Vertrauens sind jedoch der zeitliche Aspekt des Vertrauens, das Einzelpersonen der EZB entgegenbringen, und die Frage, wie tief deren spezifische Ansichten zur EZB verwurzelt sind.

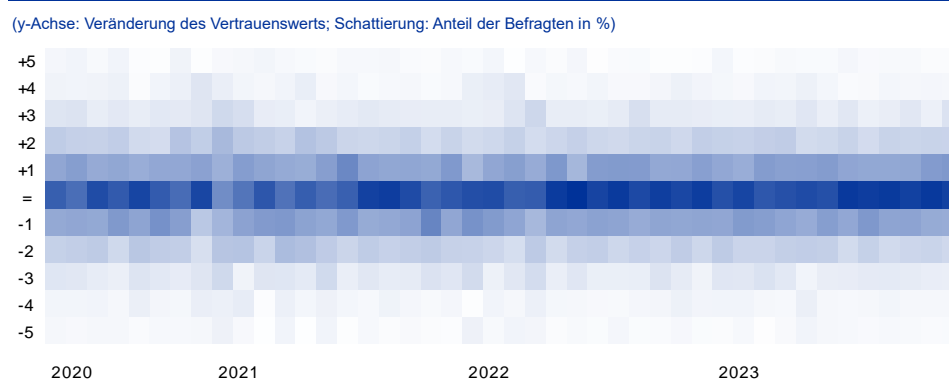
In der Regel lassen sich bei Einzelpersonen – wenn überhaupt – nur geringfügige monatliche Veränderungen ihres Vertrauens in die EZB beobachten.

Da die CES-Umfrage sehr häufig durchgeführt wird und zudem in der wissenschaftlichen Literatur die allgemeine Auffassung herrscht, dass sich Vertrauen in Institutionen schrittweise aufbaut, ändern die Befragten der CES ihren

⁸ Hiervon teilweise auszunehmen ist die Analyse von E. Stanislawski und M. Paloviita, [Responsiveness of Consumers' Medium-Term Inflation Expectations: Evidence from a New Euro Area Survey](#), SSRN, 2022. In dieser Arbeit werden die Antworten von Einzelpersonen in aufeinanderfolgenden CES-Umfragerunden untersucht. Daraus geht hervor, dass sich die mittelfristigen Inflationserwartungen der Befragten anpassen, wenn sich sowohl deren kurzfristige Inflationserwartungen als auch in geringerem Maße deren Inflationswahrnehmung verändert. Dieser Mechanismus ist bei Personen mit hohem Vertrauen in die EZB schwächer ausgeprägt.

Vertrauenswert von Monat zu Monat nur geringfügig.⁹ So behält etwa ein Drittel der Befragten pro Umfragerunde den zuletzt gewählten Vertrauenswert bei, während ein weiteres Drittel lediglich eine Anpassung um +1 oder -1 vornimmt (siehe Abbildung 2).¹⁰ Da die Veränderungen im Allgemeinen symmetrisch verteilt sind, ergeben sich im Zeitverlauf nur marginale aggregierte Veränderungen gegenüber dem Vormonat. Die monatlichen Verlaufsmuster der Veränderungen des individuellen Vertrauens bleiben auch über längere, z. B. vierteljährliche oder jährliche, Zeithorizonte hinweg weitgehend intakt.

Abbildung 2
Verteilung der monatlichen Veränderung des Vertrauens der einzelnen Befragten



Quellen: CES-Umfrage der EZB und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Gewichtete Schätzungen auf Basis der monatlichen Umfragerunden von April 2020 bis Dezember 2023. Die Schattierung der Felder spiegelt den Anteil der Befragten wider, die in einer Umfragerunde (einem Monat) den Wert für ihr Vertrauen in die EZB gegenüber dem Vormonat um den auf der Skala ausgewiesenen Wert geändert haben. Je dunkler die Schattierung, desto größer ist der Anteil der Befragten. Dieser war beispielsweise im Juni 2022 am höchsten, als 38 % der Befragten einen gegenüber der vorangegangenen Umfragerunde (dem Vormonat) unveränderten Vertrauenswert angaben. Aus Gründen der Einfachheit sind monatliche Veränderungen von mehr als +5 oder -5 nicht ausgewiesen, da sie pro Umfragerunde weniger als 5 % der Befragten betreffen. Um Paneleffekte zu vermeiden, werden hier nur Einzelantworten von Befragten berücksichtigt, die das zweite Mal in Folge an der Umfrage teilgenommen haben.

Die Varianz der Vertrauenswerte im gesamten CES-Panel ist vor allem auf Unterschiede zwischen den Befragten zurückzuführen. Da die einzelnen Befragten ihren Vertrauenswert im Zeitverlauf nur relativ geringfügig ändern, ist die über die gesamte Stichprobe festzustellende Varianz des Vertrauens in erster Linie auf Unterschiede zwischen den Befragten zurückzuführen und nicht auf Veränderungen der individuellen Antworten eines Befragten. Eine Zerlegung der Standardabweichung der Vertrauenswerte im CES-Panel bestätigt, dass die Vertrauensvarianz innerhalb des Gesamtpanels der Befragten doppelt so hoch ist

⁹ Die Einzelantworten weisen einen „Panneffekt“ auf. Das bedeutet: Je mehr Umfragerunden die Befragten bereits durchlaufen haben, desto eher geben sie wieder den gleichen Vertrauenswert an wie in der Umfragerunde zuvor. Die Wahrscheinlichkeit, dass eine Person den Vertrauenswert des Vormonats verändert, liegt in den ersten Umfragerunden bei rund 70 %. Mit jeder weiteren Umfragerunde sinkt die Wahrscheinlichkeit allmählich und pendelt sich bei etwa 55 % bis 60 % ein. Dieser Effekt ist unabhängig vom Zeitpunkt, zu dem die Person erstmals an der CES-Umfrage teilnimmt, und von der Institution, für die der Vertrauenswert angegeben wird. Aus diesem Grund muss unterschieden werden, ob die Befragten bereits zahlreiche oder nur wenige CES-Umfragerunden durchlaufen haben. In Abbildung 2 sind daher nur die monatlichen Vertrauensveränderungen von Personen aufgeführt, die zum zweiten Mal an der CES teilgenommen haben. Insgesamt wird der Paneleffekt in der CES-Umfrage teilweise dadurch abgemildert, dass es in jeder Runde Erstbefragte gibt und zugleich eine bestimmte Anzahl bereits befragter Personen aus dem Panel ausscheidet.

¹⁰ In der CES-Umfrage erhalten die Befragten keine Information darüber, welche Antwort sie in den vorangegangenen Umfragerunden auf eine Frage gegeben haben. Da die Frage zum Vertrauen auf einer Skala mit elf Abstufungen beantwortet wird, ist von einer hohen monatlichen Stabilität des Vertrauenswerts auszugehen.

wie bei den einzelnen Befragten im Zeitverlauf.¹¹ Anders ausgedrückt sind die Vertrauensunterschiede zwischen den Befragten relativ groß, während das Vertrauen der einzelnen Befragten relativ stabil ist.

3 Abstufungen im Grad des Vertrauens der Befragten

Anhand der granulareren, von 0 bis 10 reichenden Skala der CES lässt sich genauer zwischen Vertrauen und fehlendem Vertrauen unterscheiden, als dies bei der Eurobarometer-Umfrage möglich ist. Da Vertrauen nach allgemeinem Verständnis im Zeitverlauf schrittweise aufgebaut wird, kann die Entwicklung des Vertrauens – insbesondere in den Randbereichen – mithilfe einer granularen Skala besser analysiert werden. Binäre Vertrauensvariablen geben solche granularen Informationen hingegen nicht preis.

Die CES-Mikrodaten bestätigen, dass Vertrauen ein nicht-binäres Konzept ist.

Wie die Granularität der Antwortskala der CES zeigt, ist Vertrauen keine Frage von „Ja“ oder „Nein“, sondern auf einem gewissen Spektrum angesiedelt (siehe Abbildung 3). Während das Vertrauen in die EZB über die gesamte Stichprobe hinweg im Durchschnitt über dem Skalenmittelpunkt liegt, haben einige Befragte viel Vertrauen, manche ein gewisses Vertrauen und andere wiederum sehr wenig Vertrauen in die EZB. Diese unterschiedlichen Vertrauensgrade gehen potenziell mit unterschiedlichen Einstellungen und Verhaltensweisen einher. Auf einer Skala von 0 bis 10 geben die meisten Befragten einen Vertrauenswert zwischen 5 und 8 an. In der Umfrage vom Dezember 2023 entfiel auf den linken Randbereich dieser bimodalen Verteilung ein Anteil von rund 12 % der Befragten, die überhaupt kein Vertrauen in die EZB bekundeten. Der Anteil der Personen mit vollem Vertrauen in die EZB war dagegen geringer.¹²

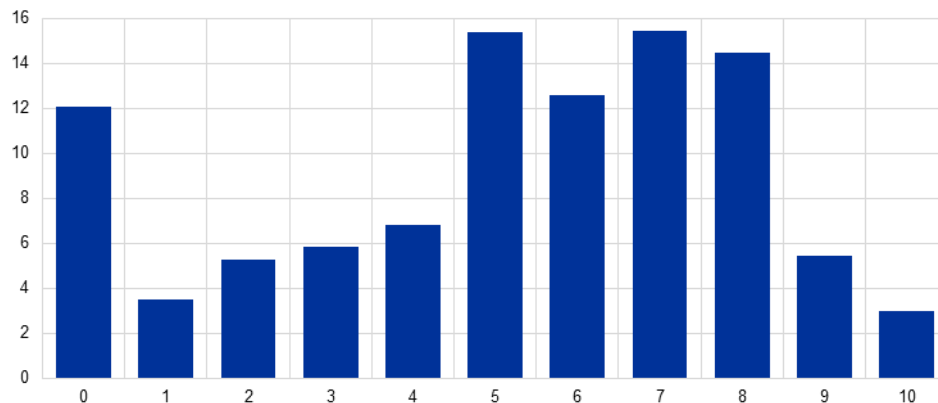
¹¹ Ein Panelmodell ermöglicht eine Zerlegung der Gesamtvarianz des Vertrauens einer Einzelperson i zum Zeitpunkt t in die Varianz, die sich aus Unterschieden im durchschnittlichen Vertrauen zwischen den Befragten ergibt (Between-Varianz), und die Restvarianz im Zeitverlauf, die jedoch auf denselben Befragten bezogen ist (Within-Varianz).

¹² Dies deckt sich mit stilisierten Trends unter Zugrundelegung der CES-Daten bis März 2021. Siehe C. van der Cruysen und A. Samarina, Drivers of trust in the ECB during the pandemic, a. a. O.

Abbildung 3

Verteilung der Vertrauenswerte, Dezember 2023

(x-Achse: Vertrauenswert; y-Achse: Anteil der Befragten in %)



Quellen: CES-Umfrage der EZB und EZB-Berechnungen.

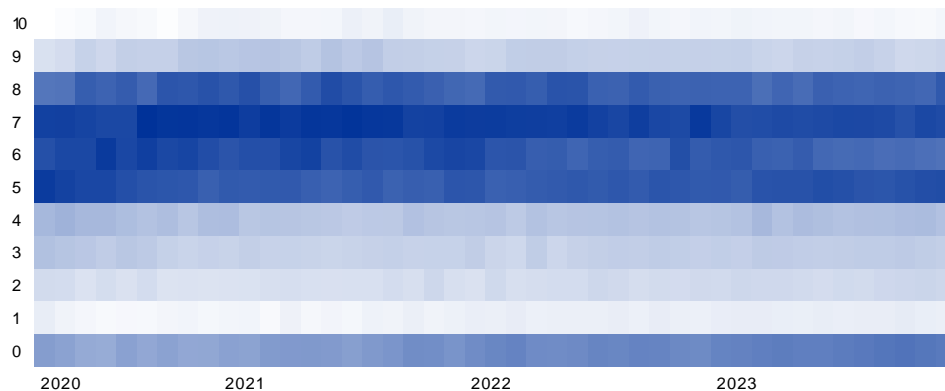
Anmerkung: Gewichtete Schätzungen auf Basis der Umfragerunden von April 2020 bis Dezember 2023.

Die aggregierte Verteilung des bekundeten Vertrauens ist im Zeitverlauf relativ stabil. Ungeachtet der großen Unsicherheit, die im Erhebungszeitraum infolge mehrerer, in kurzer Folge auftretender Krisen zu beobachten war, ist die Verteilung der Vertrauenswerte stabil geblieben (siehe Abbildung 4). Darin spiegelt sich die Beständigkeit der Meinungen auf der individuellen Ebene wider.

Abbildung 4

Verteilung der Vertrauenswerte im Zeitverlauf

(x-Achse: Vertrauenswert; Schattierung: Anteil der Befragten in %)



Quellen: CES-Umfrage der EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Gewichtete Schätzungen auf Basis der monatlichen Umfragerunden von April 2020 bis Dezember 2023. Die Schattierung der Felder spiegelt den Anteil der Befragten in einer Umfragerunde (einem Monat) mit dem auf der Skala ausgewiesenen Wert für das Vertrauen in die EZB wider. Je dunkler die Schattierung, desto größer ist der Anteil der Befragten. Dieser war beispielsweise im September 2020 am höchsten, als 17 % der Personen einen Vertrauenswert von 7 angaben.

Eine deutliche Mehrheit der Befragten bekundet entweder ein gewisses oder ein hohes Vertrauen in die EZB; lediglich einer relativ kleinen Gruppe fehlt das Vertrauen gänzlich. Im CES-Fragebogen wird erläutert, dass ein Wert von 10 volles Vertrauen und ein Wert von 0 überhaupt kein Vertrauen in die EZB bedeutet.¹³ In der Praxis dürften die Befragten die unterschiedlichen Skalenwerte nach eigenem

¹³ Die Werte von 1 bis 9 sind nicht konkret definiert.

Ermessen interpretieren. So könnte etwa der Wert 0 bedeuten, dass die betreffende Person überhaupt kein Vertrauen hat, er könnte aber auch aktives Misstrauen („negatives Vertrauen“) widerspiegeln. Der Umstand, dass der Vertrauenswert 0 im Vergleich zum Wert 1 von einem relativ hohen Anteil der Befragten vergeben wurde, lässt tatsächlich darauf schließen, dass im Wert 0 mehr als nur eine einzige unterschwellige Stimmung zum Ausdruck kommt. Die Verteilung des Vertrauens ist somit möglicherweise linkszensiert. Mehrere Studien weisen darauf hin, dass Misstrauen und fehlendes Vertrauen nicht gleichzusetzen sind und dass Misstrauen eine größere Kenntnis des Beurteilungsgegenstands implizieren könnte.¹⁴

Der Anteil der Befragten ohne Vertrauen in die EZB betrug bei Einführung der Umfrage rund 9 %; als die Inflation Mitte 2021 die 2 %-Marke überschritt, stieg er in der Folge leicht an und belief sich im Dezember 2023 auf 12 %. Während das durchschnittliche Vertrauen in die EZB im Jahr 2020 geringfügig zunahm und danach bis Dezember 2023 ganz allmählich wieder auf seinen Ausgangswert sank, hat sich der Anteil der Befragten ohne Vertrauen seit 2020 um rund 3 Prozentpunkte erhöht. Dieser Anteil variiert von Land zu Land erheblich, in den meisten Ländern stieg er jedoch im Erhebungszeitraum allmählich an. In einigen Staaten verringerte er sich 2022 und 2023 zeitgleich mit dem Rückgang der Inflationsraten.

In der Regel bleiben die Befragten, die kein Vertrauen in die EZB haben, auch über längere Zeit kritisch. Basierend auf dem relativ kurzen Erhebungszeitraum der CES ist davon auszugehen, dass fast 80 % der Personen, die in der vorangegangenen Umfragerunde kein Vertrauen in die EZB bekundeten, ihr auch in der aktuellen Umfragerunde kein Vertrauen entgegenbringen (siehe Abbildung 5, dunkelblaues Feld). Bei diesen Befragten ist zudem die Wahrscheinlichkeit, dass sie in der nächsten Erhebung ihren Vertrauenswert beibehalten, höher als bei jenen mit vollem Vertrauen.¹⁵ Da die Angaben der Personen, die der EZB nicht vertrauen, somit von Monat zu Monat recht stabil sind, bleibt ein Vertrauenswert von 0 mitunter für längere Zeit bestehen. Dies untermauert den Befund, dass die Varianz zwischen den Befragten einen größeren Beitrag zur Gesamtvarianz leistet als die Varianz bei den einzelnen Befragten im Zeitverlauf. Ob diese Schlussfolgerung längerfristig und auch in wirtschaftlich und geopolitisch günstigeren Zeiten zutrifft, lässt sich erst feststellen, wenn ein längerer Stichprobenzeitraum vorliegt.

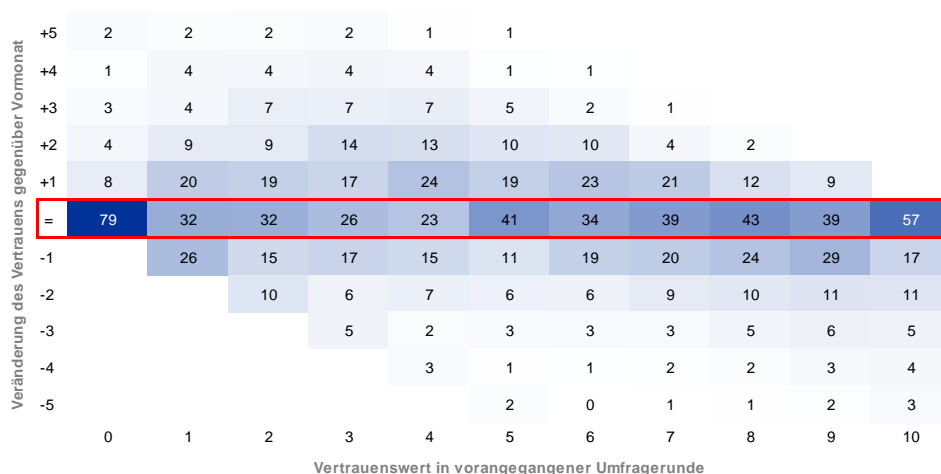
¹⁴ In verschiedenen Untersuchungen wird angeführt, dass Vertrauen und Misstrauen separate Konzepte sind und dass fehlendes Vertrauen nicht mit Misstrauen gleichzusetzen ist (und umgekehrt). Diese Studien beziehen sich auf die Bereiche Psychologie (siehe beispielsweise R. Hardin, *Trust and trustworthiness*, Russell Sage Foundation, 2002), Organisation (siehe beispielsweise R. J. Lewicki, D. J. McAllister und R. J. Bies, *Trust and Distrust: New Relationships and Realities*, *The Academy of Management Review*, Bd. 23, Nr. 3, 1998, S. 438-458) und Marketing (siehe beispielsweise D. Harrison McKnight und N. L. Chervany, *Trust and Distrust Definitions: One Bite at a Time*, in: R. Falcone, M. Singh und Y. H. Tan (Hrsg.), *Trust in Cyber-societies*, *Lecture Notes in Computer Science*, Bd. 2246, Springer, 2001). Ein Überblick hierüber findet sich in: S. Van de Walle und F. Six, *Trust and Distrust as Distinct Concepts: Why Studying Distrust in Institutions is Important*, *Institutions and Governance in Comparative Policy Analysis Studies*, Routledge, 2020. Sowohl Vertrauen als auch Misstrauen implizieren im Gegensatz zur bloßen Abwesenheit von Vertrauen eine aktive Disposition, die eine Erwartung hinsichtlich des Gegenstands des Vertrauens bzw. Misstrauens beinhaltet. Folglich könnten beide Konzepte positiver mit Wissen korreliert sein als die bloße Abwesenheit von Vertrauen.

¹⁵ Bei einer Skala von 0 bis 10 kann eine Person, die ihrem Vertrauen den Wert 0 oder 10 beigemessen hat, diesen Wert nur in eine Richtung ändern (von 0 nach oben oder von 10 nach unten) oder ihn unverändert lassen. Folglich dürfte die Wahrscheinlichkeit, dass der Wert unverändert bleibt, an den beiden Enden der Skala am größten sein.

Abbildung 5

Monatliche Veränderung des Vertrauens gegenüber den Vertrauenswerten der vorangegangenen Umfragerunde

(x-Achse: vorangegangener Vertrauenswert; y-Achse: Veränderung des Vertrauenswerts; Schattierung: Anteil der Befragten in %)



Quellen: CES-Umfrage der EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Gewichtete Schätzungen auf Basis der Umfragerunden von April 2020 bis Dezember 2023. Die Schattierung der Felder spiegelt den Anteil der Befragten wider, bei denen sich das Vertrauen in die EZB in der aktuellen gegenüber der vorangegangenen Umfragerunde um den auf der Skala ausgewiesenen Wert verändert hat. Je dunkler die Schattierung, desto größer ist der Anteil der Befragten. So bezieht sich beispielsweise der höchste hier ausgewiesene Anteil mit 79 % auf die Personen, die in der vorangegangenen Umfragerunde einen Vertrauenswert von 0 angaben und diesen Wert in der aktuellen Umfrage unverändert beließen. Aus Gründen der Einfachheit sind monatliche Veränderungen von mehr als +5 oder -5 nicht ausgewiesen, da sie weniger als 5 % der Befragten betreffen.

Das Vertrauen in die EZB scheint mit den Inflationserwartungen und sonstigen Erwartungen in Bezug auf die wirtschaftliche Entwicklung zu korrelieren.

Von den Befragten ohne Vertrauen in die EZB rechneten im Erhebungszeitraum durchschnittlich rund 40 % mit einem deutlichen Preisanstieg in den folgenden drei Jahren (siehe Abbildung 6, Grafik a). Demgegenüber waren es unter den Befragten mit vollem Vertrauen in die EZB nur etwa 20 %.¹⁶ Zudem war in quantitativer Betrachtung der Mittelwert der Inflationserwartungen bei den Personen ohne Vertrauen in die EZB durchweg höher als bei jenen, die der EZB voll vertrauten. Diese Differenz ist jedoch im Zeitverlauf nicht stabil und weitet sich in Phasen höherer Inflation deutlich aus (siehe Abbildung 6, Grafik b). Dies könnte darauf hindeuten, dass Vertrauen die Inflationserwartungen bei Eintreten eines wirtschaftlichen Schocks zumindest kurzfristig verankern kann, was die Erkenntnisse

¹⁶ Die Inflationserwartungen reagieren auf die wirtschaftliche Entwicklung. Dies ist bei sämtlichen Vertrauenswerten zu beobachten. Der Gesamtanteil der Befragten mit hohen Inflationserwartungen steigt und sinkt im Zeitverlauf weitgehend im Einklang mit der tatsächlichen Teuerung in den Vormonaten. Die Anteile der Befragten mit hohen Inflationserwartungen entwickeln sich über sämtliche Vertrauenswerte hinweg im Gleichlauf zueinander. Dabei verändern sich die absoluten Anteile zwar deutlich, die Differenz zwischen dem Prozentsatz der Personen mit vollem Vertrauen und dem der Personen ohne Vertrauen bleibt jedoch konstant.

der Fachliteratur untermauern würde.¹⁷ Personen mit vollem Vertrauen in die EZB haben nicht nur niedrigere Inflationserwartungen, sondern rechnen auch mit einer geringeren Arbeitslosigkeit und einem höheren Wirtschaftswachstum in den folgenden zwölf Monaten.

¹⁷ Das Vertrauen in die EZB blieb nach dem wirtschaftlichen Schock, der durch den Einmarsch Russlands in die Ukraine ausgelöst wurde, trotz steigender Inflationserwartungen über mehrere Monate stabil. Siehe hierzu D. Georgarakos, G. Kenny und J. Meyer, [Recent changes in consumers' medium-term inflation expectations – a detailed look](#), Research Bulletin der EZB, Nr. 104, 2023. Allgemein wird dem Vertrauen in der Fachliteratur eine Verankerungswirkung auf die Inflationserwartungen zugeschrieben. Aktuelle Untersuchungen befassen sich inzwischen auch umgekehrt mit den Auswirkungen der Inflation auf das Vertrauen. In neueren Beiträgen werden Instrumentenvariablen wie das individuelle Vertrauen in andere Personen herangezogen (siehe D. Christelis et al., a. a. O.; N. Brouwer und J. de Haan, [Trust in the ECB: Drivers and consequences](#), European Journal of Political Economy, Bd. 74, 2022, S. 1-14) oder das allgemeine Vertrauen in Institutionen (siehe S. Mellina und T. Schmidt, [The role of central bank knowledge and trust for the public's inflation expectations](#), Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 32/2018, 2018), um nachzuweisen, dass Personen mit höherem Vertrauen niedrigere und stärker am Ziel der Zentralbank ausgerichtete Inflationserwartungen haben. Belege dafür, dass Vertrauen die Inflationserwartungen verankert, finden sich auch in: F. Rumler und M. T. Valderrama, Inflation literacy and inflation expectations: Evidence from Austrian household survey data, *Economic Modelling*, Bd. 87, 2020, S. 8-23; C. van der Cruysen und A. Samarina, Trust in the ECB in turbulent times, DNB Working Papers, Nr. 722, De Nederlandsche Bank, 2021; E. Stanislawska und M. Paloviita, a. a. O. C. van der Cruysen, J. de Haan und M. van Rooij, [The impact of high inflation on trust in national politics and central banks](#), DNB Working Papers, Nr. 762, De Nederlandsche Bank, 2023, kommen zu dem Ergebnis, dass eine höhere Inflationswahrnehmung das Vertrauen beeinträchtigt. Dagegen sind laut E. Farvaque, M. A. Hayat und A. Mihailov, Who Supports the ECB? Evidence from Eurobarometer Survey Data, *The World Economy*, Bd. 40, Nr. 4, 2017, S. 654-677, die Inflationserwartungen der bestimmende Faktor für das Vertrauen.

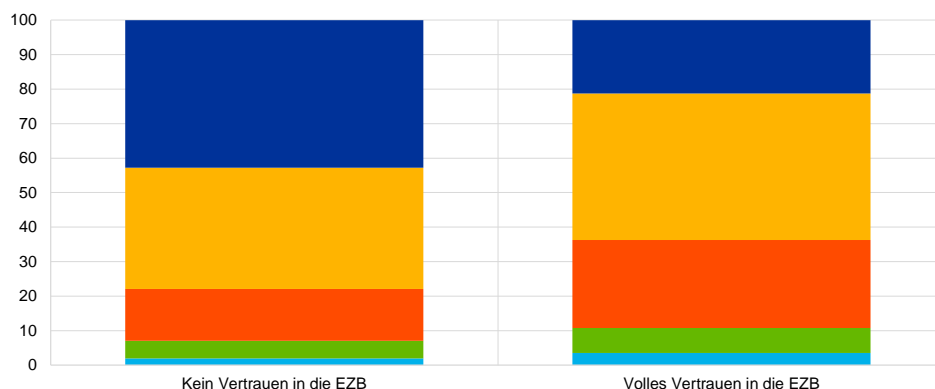
Abbildung 6

Inflationserwartungen nach Grad des Vertrauens in die EZB

a) Anteil der Befragten mit bestimmten Inflationserwartungen (qualitativ)

(in % der Befragten)

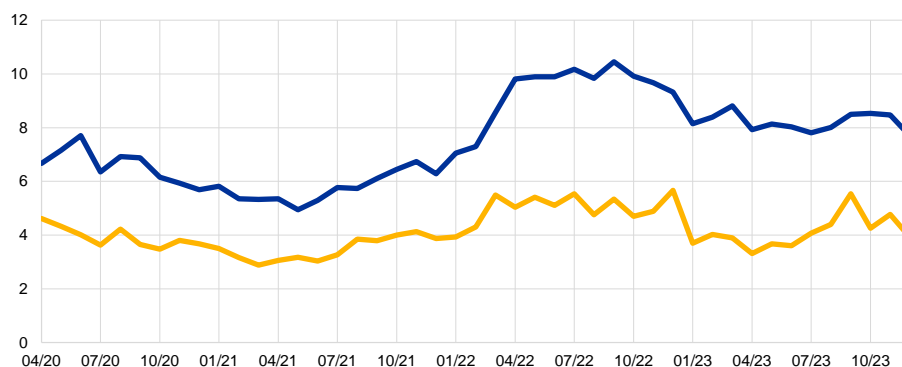
- Die Preise werden deutlich steigen
- Die Preise werden geringfügig steigen
- Die Preise werden genau gleich bleiben
- Die Preise werden geringfügig sinken
- Die Preise werden deutlich sinken



b) Inflationserwartungen im Zeitverlauf (quantitativ)

(Mittelwert der Inflationserwartungen; Veränderung gegen Vorjahr in %)

- Kein Vertrauen in die EZB
- Volles Vertrauen in die EZB



Quellen: CES-Umfrage der EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Gewichtete Schätzungen auf Basis der Umfragerunden von April 2020 bis Dezember 2023. „Kein Vertrauen in die EZB“ entspricht einem Wert von 0, „volles Vertrauen in die EZB“ einem Wert von 10. Die Mittelwerte der Inflationserwartungen werden am 2. und 98. Perzentil jeder Umfragerunde für jedes Land winsorisiert. Die Frage zu den quantitativen Inflationserwartungen ist eine offene Frage.

Kasten 1

Personengruppen an den Rändern der Vertrauensskala

Marc Beckmann und Ferdinand Dreher

Die Gruppe der Befragten, die kein Vertrauen in die EZB hat, ist zwar mit rund 10 % der gesamten Stichprobe recht klein, doch kann ihre Sichtweise wertvolle Erkenntnisse liefern (siehe Abschnitt 3). In diesem Kasten soll ermittelt werden, um welchen Personenkreis es sich dabei handelt. Hierfür werden die sozioökonomischen Merkmale dieser Personen mit jenen der Befragten verglichen, die der EZB voll vertrauen.

In Abbildung A wird der Anteil der Befragten, die der EZB voll vertrauen, dem Anteil der Befragten, die der EZB überhaupt nicht vertrauen, anhand einer Aufschlüsselung nach sozioökonomischen

Merkmale gegenübergestellt. Hierbei werden einige zeitinvariable Größen verwendet, die wissenschaftlichen Studien zufolge mit dem Vertrauen in die EZB in Beziehung stehen, z. B. Alter, Geschlecht, Bildungsniveau, Haushaltseinkommen und Finanzwissen.¹⁸ Darüber hinaus wird berücksichtigt, wie die Befragten die Einkommensungleichheit wahrnehmen, denn die empfundene Einkommensungleichheit korreliert mit dem durchschnittlichen Vertrauen und spiegelt möglicherweise eine Unzufriedenheit wider, die für die Vertrauenswerte in den Randbereichen der Skala verantwortlich ist.¹⁹

Alter: Der Anteil der Personen, die der EZB voll vertrauen, ist über alle Altersgruppen hinweg weitgehend stabil. Bei den Befragten, die kein Vertrauen in die EZB haben, ist der Anteil der 35- bis 49-Jährigen besonders hoch, während die über 64-Jährigen die kleinste Gruppe bilden.²⁰

Geschlecht: Der Prozentsatz der Befragten mit vollem Vertrauen ist bei Männern etwas höher als bei Frauen. Bei Personen, die keinerlei Vertrauen in die EZB haben, ist das Verhältnis umgekehrt. Welchen Einfluss das Geschlecht bei höheren Vertrauenswerten hat, ist indes in der Fachliteratur noch nicht eindeutig belegt.²¹

Formale Bildung: Der Anteil der Befragten, die der EZB voll vertrauen, steigt leicht an, je höher das Bildungsniveau ist. Bei Personen, die mindestens über einen Abschluss der Sekundarstufe II verfügen, ist dagegen der Anteil der Befragten ohne Vertrauen in die EZB deutlich geringer als bei jenen mit niedrigerem Bildungsabschluss.

Einkommensquintil: In der Gruppe mit dem höchsten Vertrauen sind die Personen aus dem obersten Einkommensquintil am stärksten vertreten. Allerdings ist diese Beziehung nicht linear. Eine eindeutig lineare Beziehung besteht hingegen zwischen der relativen Größe der Gruppe ohne Vertrauen in die EZB und dem Einkommensquintil. In dieser Gruppe ist der Anteil der Personen aus dem untersten Quintil am höchsten.

Finanzwissen: Interessanterweise besteht hier offenbar eine inverse Korrelation sowohl mit einem fehlenden als auch mit einem vollen Vertrauen in die EZB. Dies deutet darauf hin, dass beide

¹⁸ Siehe J. Hudson, Institutional Trust and Subjective Well-Being across the EU, *Kyklos*, Bd. 59, Nr. 1, 2006, S. 43-62; B. Hayo und E. Neuenkirch, The German public and its trust in the ECB: The role of knowledge and information search, *Journal of International Money and Finance*, Bd. 47, 2014, S. 286-303.

¹⁹ Siehe EZB, [Zusammenhang zwischen der wahrgenommenen Einkommensungleichheit und dem Vertrauen der Öffentlichkeit in die EU-Institutionen gemäß der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen](#), Kasten 1, in: *Wirtschaftliche Ungleichheit und Vertrauen der Öffentlichkeit in die Europäische Zentralbank*, *Wirtschaftsbericht* 3/2022.

²⁰ Frühere Studien stellen für die binären Messungen der Eurobarometer-Umfrage eine positive Korrelation zwischen Alter und Vertrauen fest (siehe M. Ehrmann et al., a. a. O.; E. Farvaque et al., a. a. O.). Analysen auf Basis nichtbinärer Messungen (siehe B. Hayo und E. Neuenkirch, a. a. O.; C. van der Crujisen und A. Samarina, Drivers of trust in the ECB during the pandemic, a. a. O.) kommen zu dem Ergebnis, dass sich der Zusammenhang als U-förmige Kurve darstellen lässt und dass folglich das Vertrauen bei jungen und älteren Befragten relativ hoch, bei Menschen mittleren Alters hingegen am geringsten ist.

²¹ M. Ehrmann et al., a. a. O., und E. Farvaque, a. a. O., zeigen anhand von Eurobarometer-Daten, dass Frauen der EZB weniger vertrauen als Männer. B. Hayo und E. Neuenkirch, a. a. O., sowie N. Brouwer und J. de Haan, a. a. O., kommen indessen auf Basis einer Umfrage unter deutschen bzw. niederländischen Privathaushalten zum gegenteiligen Befund. C. Van der Crujisen und A. Samarina, Drivers of trust in the ECB during the pandemic, a. a. O., schließen wiederum aus einer Untersuchung von CES-Daten, dass Männer mehr Vertrauen in die EZB haben als Frauen.

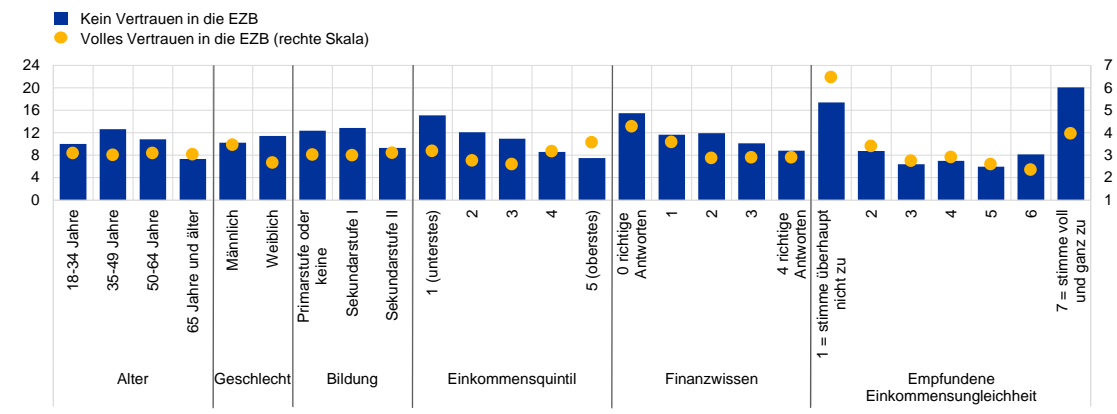
Randbereiche des Vertrauens in die EZB einen Mangel an spezifischem EZB-relevanten Wissen widerspiegeln.²²

Empfundene Einkommensungleichheit: Die Vertrauenswerte an den Rändern der Skala scheinen mit Extremwerten der empfundenen Ungleichheit im Zusammenhang zu stehen. Bei den Befragten ohne Vertrauen ist jedoch der Anteil der Personen, die die Ungleichheit als sehr groß empfinden, höher als der Anteil derer, die die Ungleichheit als sehr gering wahrnehmen. Bei den Befragten mit vollem Vertrauen ist es genau umgekehrt.²³

Abbildung A

Anteil der Befragten ohne Vertrauen bzw. mit vollem Vertrauen in die EZB, nach sozioökonomischen Merkmalen

(in % der Befragten)



Quellen: CES-Umfrage der EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Gewichtete Schätzungen auf Basis der Umfragerunden von April 2020 bis Dezember 2023. Das Finanzwissen wird anhand der Anzahl der richtigen Antworten auf die in der CES gestellten Fragen zu Realzinsen, Zinseszinsen und Risikodiversifikation ermittelt.

4 Vertrauen in die EZB und in andere Institutionen

Das Vertrauen in die EZB scheint sich im Gleichlauf mit dem Vertrauen in die nationalen Zentralbanken und die EU-Institutionen im Allgemeinen zu entwickeln oder dieses sogar widerzuspiegeln. Innerhalb des Spektrums der nationalen und internationalen politischen Institutionen weist die EZB sowohl Gemeinsamkeiten mit nationalen Zentralbanken als auch mit anderen europäischen Institutionen auf. Dies hängt mit der einzigartigen Struktur des Eurosystems sowie mit dem Mandat und den Zielen der EZB zusammen. Insbesondere Befragten mit niedrigerer Bildung ist der Unterschied zwischen den einzelnen Institutionen unter Umständen nicht klar, was dazu führen kann, dass das Vertrauen in sehr unterschiedliche Institutionen eine hohe Korrelation aufweist (siehe Kasten 2). Manche hegen möglicherweise auch generell Misstrauen gegen Institutionen, selbst

²² C. van der Crujns und A. Samarina, Drivers of trust in the ECB during the pandemic, a. a. O., sowie B. Hayo und E. Neuenkirch, a. a. O., stellen einen positiven Zusammenhang zwischen dem Finanzwissen und dem Mittelwert des Vertrauens in die EZB fest.

²³ In einem früheren Wirtschaftsbericht wird dieser Zusammenhang als linear betrachtet, d. h. je höher die empfundene Einkommensungleichheit, desto geringer das durchschnittliche Vertrauen in die EZB. Siehe EZB, [Zusammenhang zwischen der wahrgenommenen Einkommensungleichheit und dem Vertrauen der Öffentlichkeit in die EU-Institutionen gemäß der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen](#), a. a. O.

wenn ihnen deren unterschiedliche Aufgaben klar sind.²⁴ Daher ist es wichtig zu ergründen, inwieweit das Vertrauen in die EZB mit dem Vertrauen in andere Institutionen verknüpft und inwieweit es EZB-spezifisch ist.²⁵

Aus den CES-Daten ist abzulesen, dass das Vertrauens in die verschiedenen Institutionen stark korreliert. Dies zeigt sich an den Vertrauenswerten (Korrelationsrate von über 72 % für alle Institutionenpaare bei Zusammenführung aller Antworten) und an den monatlichen Veränderungen des Vertrauens (39 %). Damit werden die Ergebnisse von Studien untermauert, die auf der Eurobarometer-Umfrage beruhen. Tatsächlich sind die Anteile der Befragten, die kein Vertrauen in das Europäische Parlament, die Europäische Kommission, die Vereinten Nationen und die nationalen Zentralbanken bekunden, ähnlich hoch. Es ist also zu bezweifeln, dass die Vertrauenswerte für jede Institution für sich genommen interpretiert werden können. Diese Ergebnisse werden auch durch eine einfache Hauptkomponentenanalyse gestützt.²⁶ Anders ausgedrückt: Das Vertrauen in jede in der Umfrage erfasste Institution, einschließlich der Vereinten Nationen mit ihrem globalen Mandat, korreliert in hohem Maße mit dem Vertrauen in die EZB, und Gleiches gilt für die Veränderung des Vertrauens. Für die EZB ist dies von Belang, nicht zuletzt in Anbetracht der erhöhten Inflationsraten während des Stichprobenzeitraums. Wenn höhere Inflationsraten und Inflationserwartungen mit einem geringeren Vertrauen in die verschiedenen Institutionen einhergehen, sehen die Befragten die Verantwortung möglicherweise bei allen Institutionen, und/oder ihnen ist das Mandat der einzelnen Institutionen nicht klar.²⁷ Ebenso kann das Vertrauen in die EZB auch durch Entwicklungen beeinflusst werden, die nicht mit ihrem Mandat zusammenhängen. So ist davon auszugehen, dass das Vertrauen in die EZB auch wesentlich durch das

²⁴ Auch das Umfragedesign kann für die Korrelation des Vertrauens in die einzelnen Institutionen verantwortlich sein. Da die Fragen zum institutionellen Vertrauen in einem Abschnitt zusammengefasst sind, weisen die Befragten aufgrund einer gewissen Umfrageermüdung möglicherweise allen Institutionen den gleichen Vertrauenswert zu. Die CES versucht dieses Problem zu entschärfen, indem die Reihenfolge der Institutionen in der Umfrage randomisiert wird (mit Ausnahme der nationalen Zentralbank, die immer zuletzt aufgeführt ist).

²⁵ Mehrere Studien zum Vertrauen in die EZB nehmen Bezug auf den Zusammenhang und die Korrelation mit dem Vertrauen in andere Institutionen (siehe beispielsweise M. Ehrmann et al., a. a. O.; B. Hayo und E. Neuenkirch, a. a. O.; E. Farvaque et al., a. a. O.; S. Mellina und T. Schmidt, a. a. O.; N. Brouwer und J. de Haan, a. a. O.) und tragen diesem Umstand üblicherweise mittels Regression auf die Bestimmungsfaktoren des Vertrauens in die EZB Rechnung.

²⁶ Den Ergebnissen der Hauptkomponentenanalyse zufolge sind 85 % der Varianz der gesamten Stichprobe durch die erste Komponente zu erklären, die über sämtliche Institutionen hinweg ähnliche Ladungen aufweist und somit als Näherungsgröße für das grundsätzliche Vertrauen in Institutionen interpretiert werden kann. Die Hauptkomponentenanalyse ist ein Datenreduktionsverfahren. Die Hauptkomponenten sind jene linearen Kombinationen von Variablen, die den größten Teil der Varianz der ursprünglichen Daten erklären. Als Ladungen werden die Korrelationen zwischen den ursprünglichen (Vertrauens-)Variablen und den Hauptkomponenten bezeichnet. Sie werden daher in der Regel nach dem Variablensatz benannt, mit denen sie am stärksten korreliert sind. Die Nachteile der vorliegenden Analyse bestehen darin, dass in der Erhebung lediglich eine nationale Institution und insgesamt nur fünf Institutionen erfasst sind und dass im Stichprobenzeitraum mehrere unterschiedliche wirtschaftliche Schocks im Eurogebiet auftraten, die die Generalisierbarkeit der Ergebnisse einschränken können. Die Hauptkomponentenanalyse kommt auch bei B. Hayo und E. Neuenkirch, a. a. O., sowie bei S. Mellina und T. Schmidt, a. a. O., zum Einsatz, um eine gemeinsame Komponente des allgemeinen institutionellen Vertrauens zu extrahieren.

²⁷ C. van der Crujssen et al., a. a. O., stellen anhand einer Umfrage unter niederländischen Privathaushalten fest, dass die Menschen weniger Vertrauen in jene Behörden haben, die ihrer Ansicht nach dafür zuständig sind, die Inflation auf einem niedrigen Niveau zu halten. Gleichzeitig geht aus den Meinungsäußerungen hervor, dass die Inflationssteuerung eher als Aufgabe der nationalen Regierung (über 70 %) denn als Aufgabe der EZB (über 50 %) oder der nationalen Zentralbank (knapp 40 %) angesehen wird.

Vertrauen in die Institutionen allgemein oder deren Erfolgsbilanz bestimmt wird und daher nicht losgelöst von anderen Institutionen interpretiert werden kann.²⁸

Die Hauptkomponentenanalyse lässt darauf schließen, dass unterschwellige Assoziationen mit anderen EU-Institutionen und Zentralbanken bestehen und sich auf das Vertrauen in die EZB auswirken. Um in einer Hauptkomponentenanalyse die Interpretation jener Komponenten zu vereinfachen, in denen die Varianz der ursprünglichen Daten zum Ausdruck kommt, können diese Komponenten rotiert werden. Bei diesen Rotationen handelt es sich um Transformationen der ursprünglichen Komponenten mit dem Ziel, eine einfachere Struktur der Ladungen zu erhalten. Auf diese Weise lassen sich Muster zwischen den Variablen leichter erkennen.²⁹ Diese rotierten Komponenten zeigen, dass das Vertrauen in die EZB von der allgemeinen Entwicklung des Vertrauens in EU-Institutionen und nationale Zentralbanken beeinflusst wird (siehe Abbildung 7). Komponente 1 weist eine hohe Ladung auf das Vertrauen in das Europäische Parlament (0,66) und in die Europäische Kommission (0,65) und zum Teil auch das Vertrauen in die EZB (0,37) auf, was das Vorhandensein eines „EU-Faktors“ nahelegt. Komponente 2 weist eine hohe Ladung auf das Vertrauen in die nationale Zentralbank (0,90) und teilweise auch das Vertrauen in die EZB (0,44) auf, was auf einen „Zentralbankfaktor“ hindeutet. Komponente 3 bezieht sich hauptsächlich auf das Vertrauen und die Veränderung des Vertrauens in die Vereinten Nationen (1,00).³⁰ Dies deutet darauf hin, dass die Entwicklung des Vertrauens in die EZB eine europäische Dimension und eine Zentralbankdimension hat.³¹

²⁸ Siehe S. Bergbauer, N. Hernborg, J.-F. Jamet und E. Persson, The reputation of the euro and the European Central Bank: interlinked or disconnected?, Journal of European Public Policy, Bd. 27, Nr. 8, 2020, S. 1178-1194. Darin wird gezeigt, dass das Vertrauen in die EZB von der Zufriedenheit der Bürgerinnen und Bürger mit dem Erfolg der EU in mehreren Bereichen abhängt, insbesondere bei der Krisenbewältigung.

²⁹ Durch die Rotation wird die der unrotierten Hauptkomponentenanalyse zugrunde liegende Annahme gelockert, dass die Faktoren vollständig orthogonal zueinander sind; die Variablen können sich somit um die Komponenten herum konzentrieren.

³⁰ Die Ergebnisse der Hauptkomponentenanalyse zu den Veränderungen des Vertrauens lassen darauf schließen, dass die Befragten ihr Vertrauen in die EZB stark an der Veränderung ihres Vertrauens in die nationale Zentralbank ausrichten (die Ladung der zweiten Hauptkomponente beträgt 0,65 für die EZB und 0,76 für die nationale Zentralbank).

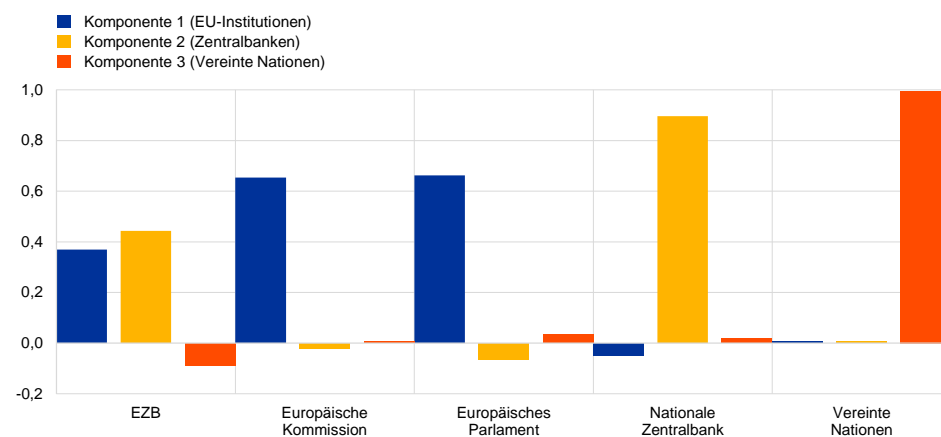
³¹ Sämtliche Ergebnisse der Hauptkomponentenanalyse sind auch dann gültig, wenn der Vertrauenswert 0 ausgeklammert wird, um einer potenziellen Linkszensur der Verteilung der Vertrauenswerte Rechnung zu tragen.

Abbildung 7

Hauptkomponentenanalyse der Vertrauenswerte

Rotierte (schiefwinklige) Hauptkomponenten

(Ladungen)



Quellen: CES-Umfrage der EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Gewichtete Schätzungen auf Basis der Umfragerunden von April 2020 bis Dezember 2023.

Kasten 2

Korrelation des Vertrauens in verschiedene Institutionen

Marc Beckmann und Ferdinand Dreher

Aus Abschnitt 4 geht hervor, dass das Vertrauen in die verschiedenen Institutionen stark miteinander korreliert. Dies gilt sowohl für die Vertrauenswerte selbst als auch für deren Veränderungen. Demnach haben Befragte, die der EZB mehr bzw. weniger vertrauen, auch die Tendenz, anderen Institutionen mehr bzw. weniger zu vertrauen. Im vorliegenden Kasten soll die Art dieser Korrelation eruiert werden. Insbesondere wird untersucht, ob sich dieser Zusammenhang in Abhängigkeit vom jeweiligen Vertrauenswert oder Finanzwissen der Befragten ändert.

Die Korrelationen des Vertrauens in die verschiedenen Institutionen variieren im Zeitverlauf nur unwesentlich.³² Zudem entspricht das Vertrauen einer Person in die EZB im Schnitt ihrem Vertrauen in die anderen (nationalen und internationalen) Institutionen, zu denen sie in der CES befragt wird.

Der Vertrauenswert einer Person für die verschiedenen Institutionen scheint negativ mit dem Vertrauenswert für die EZB zu korrelieren (siehe Abbildung A, Grafik a).³³ Am höchsten ist die Korrelation bei sehr geringen Vertrauenswerten. Befragte, die kein Vertrauen in die EZB haben, bringen also mit größerer Wahrscheinlichkeit allen anderen Institutionen ein ähnliches Niveau an

³² Dies gilt auch nach Bereinigung um den in Fußnote 9 beschriebenen Paneffekt, dem zufolge sich die Korrelation erhöht, je länger die Befragten im Umfragepanel verbleiben. Die auf individueller Ebene ermittelten Korrelationen basieren auf mindestens fünf und höchstens zehn Beobachtungen je Vergleichspaar, um die Auswirkungen des Paneffekts zu begrenzen.

³³ Während in Abschnitt 4 die Korrelation auf der gesamten gepoolten Stichprobe für alle Befragten und im Zeitablauf basiert, wird hier die durchschnittliche Korrelation für eine Einzelperson im Zeitablauf betrachtet.

Vertrauen entgegen. Indes nehmen Befragte, die der EZB mehr vertrauen, tendenziell eine stärkere Differenzierung in Bezug auf ihr Vertrauen in andere Institutionen vor.³⁴

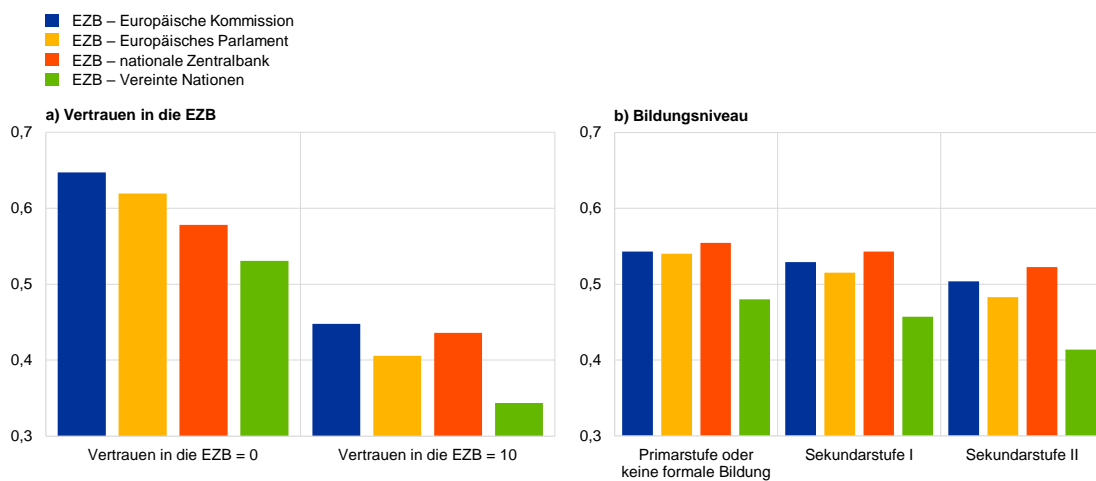
Interessant ist des Weiteren die Frage, ob eine Person mit höherem Bildungsniveau auch stärker differenziert, wie sehr sie den einzelnen Institutionen vertraut. Unter Zugrundelegung des in der CES angegebenen Bildungsniveaus lässt sich tatsächlich feststellen, dass Personen mit höherer formaler Bildung bei der Einstufung ihres Vertrauens in die unterschiedlichen Institutionen tendenziell stärker differenzieren.

Insgesamt legen diese Ergebnisse nahe, dass die Befragten beim Vertrauen in die anderen Institutionen differenzierter antworten, wenn sie ein höheres Bildungsniveau und mehr Vertrauen in die EZB haben.

Abbildung A

Beziehung der Vertrauenskorrelationen der Befragten zum Vertrauen in die EZB und zum Bildungsniveau

(durchschnittliche Korrelation zwischen dem Vertrauen einer Person in die EZB und dem Vertrauen in andere Institutionen)



Quellen: CES-Umfrage der EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Gewichtete Schätzungen auf Basis der Umfragerunden von April 2020 bis Dezember 2023. Um den Paneeffekt zu begrenzen, werden bei der Berechnung der individuellen Korrelationen nur die Antworten aus den ersten zehn Umfragerunden herangezogen, wobei mindestens fünf Beobachtungen vorliegen müssen.

5 Schlussbemerkungen

Die Analyse der CES-Daten auf der individuellen Ebene zeigt, dass das Vertrauen in die EZB ein vielschichtiges Konzept ist; eine deutliche Mehrheit der Befragten bringt der EZB entweder ein gewisses oder ein hohes Maß an Vertrauen entgegen. Um zu ermitteln, ob die hier vorgestellten Ergebnisse auch in Zeiten einer geringeren weltweiten Unsicherheit gültig sind, müsste der Stichprobenzeitraum der CES-Umfrage jedoch länger sein. Die Granularität der Vertrauensvariablen in der CES spricht dafür, dass Vertrauen ein nicht-binäres Konzept ist und weit über eine simple Entweder-Oder-Entscheidung zwischen Vertrauen oder Nichtvertrauen hinausgeht. Trotz der breiten Skala von 0 bis 10 stuft

³⁴ Da die Verteilung der Vertrauensvariablen potenziell linkszisiert ist, basieren die Schätzungen in Abbildung A auf einem gefitteten quadratischen Kurvenverlauf.

die Mehrheit der Befragten ihr Vertrauen zwischen 5 und 8 ein. Rund 10 % der Stichprobe haben überhaupt kein Vertrauen in die EZB. Über den kurz- oder mittelfristigen Zeithorizont verändert sich das individuelle Vertrauen in die EZB in der Regel kaum. Bei Befragten, die kein Vertrauen in die EZB haben, ist eine Meinungsänderung am wenigsten wahrscheinlich. Das Vertrauen in die EZB lässt sich auch in Verbindung mit dem Vertrauen in die nationalen Zentralbanken und andere EU-weite und internationale Institutionen analysieren: Hier zeigt sich eine hohe Korrelation mit dem allgemeinen Vertrauen in die Institutionen, wobei Befragte, die der EZB nicht vertrauen, tendenziell auch kein Vertrauen in andere Institutionen haben. Die Hauptkomponentenanalyse führt zum gleichen Ergebnis. Da die CES nur einen relativ kurzen Zeitraum abdeckt, der überdies von Turbulenzen geprägt war, muss die längerfristige Gültigkeit der hier vorgestellten Ergebnisse erst noch bestätigt werden. Gleichwohl hat sich die Vertrauenskenzahl in der CES-Umfrage bereits als eine nützliche Ergänzung zu den langjährigen Eurobarometer-Umfragen erwiesen.

Die Vertrauenswerte der meisten Befragten verändern sich über die kurze Frist nur geringfügig. Dies spricht dafür, dass der Aufbau von Vertrauen nicht nur Zeit braucht, sondern auch fortlaufende Bemühungen der EZB um eine gute Kommunikation erfordert. Das Vertrauen der Bürgerinnen und Bürger in die EZB ist entscheidend für die effiziente Übertragung der Geldpolitik auf die wirtschaftlichen Erwartungen. Es verändert und entwickelt sich jedoch langsam, wie die CES-Daten belegen. Aus diesem Grund müssen kontinuierliche Anstrengungen unternommen werden, um Vertrauen schrittweise aufzubauen. Es ist durchaus wünschenswert, wenn in einer Demokratie, in der sich die Bürgerinnen und Bürger an den politischen Entscheidungen von Institutionen orientieren, eine gewisse Skepsis gegenüber diesen Institutionen herrscht. Die hier vorgestellten Ergebnisse verdeutlichen indes, welche besondere Bedeutung den Bemühungen der EZB im Bereich der Rechenschaftspflicht und Transparenz zukommt. In diesem Sinne kann eine klare und effektive Kommunikation, in der beispielsweise die stabilisierende Rolle der Geldpolitik erläutert wird, das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Fähigkeit der Zentralbank, ihr Preisstabilitätsziel zu erreichen, enorm stärken.³⁵

³⁵ Siehe M. Ehrmann, D. Georganakos, und G. Kenny, [Credibility gains from communicating with the public: evidence from the ECB's new monetary policy strategy](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2785, 2023.

2 Was sagen die auf Mikropreisdaten basierenden neuen Erkenntnisse über die Inflationsentwicklung und die geldpolitische Transmission aus?

Luca Dedola, Lukas Henkel, Christian Höynck, Chiara Osbat und Sergio Santoro

1 Einleitung

Für die Inflationsentwicklung ist relevant, ob die einzelnen Unternehmen die Preise ihrer Waren und Dienstleistungen ändern und falls ja, in welchem Ausmaß sie dies tun. Allmonatlich steigen einige Preise, während andere sinken und wieder andere (in der Regel die Mehrheit) stabil bleiben. Diese Preissetzungsentscheidungen hängen zum einen von spezifischen Faktoren ab, die je nach Unternehmen oder Branche unterschiedlich sind. Zum anderen werden sie von gesamtwirtschaftlichen Schocks und den allgemeinen makroökonomischen Bedingungen beeinflusst, die für alle Unternehmen gelten.

Preisanpassungen zeigen sich in den Daten in aggregierter Form. Dies bedeutet, dass Änderungen der einzelnen Preise selten sind, dass aber Preiserhöhungen und -senkungen umfangreich sein können, wobei beide Elemente ganz maßgeblich auf die Inflationsentwicklung einwirken. Die Häufigkeit von Preisanpassungen ist für die Transmission der Geldpolitik von Bedeutung, da sie Einfluss auf das Tempo nehmen, in dem geldpolitische Veränderungen auf die Inflation durchwirken. Darüber hinaus hat auch der Umfang der Preisänderungen, also die Frage, inwieweit sich die angepassten Preise von den vorherigen Preisen unterscheiden, einen Einfluss auf die Inflationsdynamik.¹ Ganz wesentlich ist hier die Frage, ob die Preissetzung zustandsabhängig ist, d. h., ob durch die vom Unternehmen beschlossene Preisänderung ein Ausgleich angestrebt wird zwischen den fixen Kosten, die mit der Preisänderung verbunden sind (den sogenannten Menükosten), und dem Verlust, der mit unverändert beibehaltenen Preisen, die jedoch mit den angepassten Werten nicht in Übereinstimmung stehen, einhergeht.² Ist der Verlust, den ein Unternehmen aufgrund der Preisinkongruenz (etwa aufgrund umfangreicher Verschiebungen bei der Nachfrage oder den nominalen Kosten) erleidet, im Verhältnis zu den Menükosten groß genug, dann wird es seine Preise ändern. Demzufolge ist es wahrscheinlicher, dass Unternehmen

¹ Der angepasste Preis bezieht sich auf den neuen, geänderten Preis.

² Zu den Menükosten zählen alle Kosten im Zusammenhang mit einer von Unternehmen vorgenommenen Preisänderung. So liegen empirische Belege dafür vor, dass Preisänderungen in Supermärkten ein komplexer Prozess sind, der zahlreiche Schritte und einen signifikanten Ressourceneinsatz erfordert. Siehe D. Levy, M. Bergen, S. Dutta und R. Venable, *The Magnitude of Menu Costs: Direct Evidence from Large U. S. Supermarket Chains*, *The Quarterly Journal of Economics*, Bd. 112, Nr. 3, 1997, S. 791-825. Konkret umfassen die in dieser Studie dokumentierten Menükosten Folgendes: 1) die Arbeitskosten für die Änderung der ausgewiesenen Preise, 2) die Kosten für den Druck und die Lieferung neuer Preisschilder, 3) die Kosten für während des Preisänderungsprozesses auftretende Fehler und 4) die Kosten der Überwachung des Preisänderungsprozesses vor Ort.

stärker inkongruente Preise ändern. In diesem Fall könnten umfangreiche Neubepreisungen mit kleinen gesamtwirtschaftlichen Schocks verbunden sein und die Reaktion der aggregierten Inflation womöglich verstärken. Da die Entscheidung über Preisänderungen von der konjunkturellen Lage abhängt, wirken darüber hinaus je nach Umfang der gesamtwirtschaftlichen Schocks möglicherweise auch nichtlineare Effekte auf die Häufigkeit von Preisänderungen ein.

Für die Inflationsdynamik ist von Belang, ob die Inflationsrate steigt, weil die Preise im Durchschnitt stärker angehoben wurden oder weil sie häufiger geändert wurden. Ändert ein Unternehmen seine Preise beispielsweise deshalb häufiger, weil es auf einen großen, auf die nominalen Kosten wirkenden Schock reagiert, wird sich die Weitergabe an die Verbraucherpreise rascher vollziehen und die Inflation zunächst höher ausfallen, dabei jedoch kurzlebiger sein als im Fall einer konstant bleibenden Häufigkeit von Preisänderungen. Drastisch erhöhte Preisänderungsfrequenzen wurden empirisch in Zeiten erhöhter Inflation beobachtet und lassen sich durch ökonomische Modelle erklären, die auf eine zustandsabhängige Preissetzung abstellen. In diesen Modellen können – für spezifische Menükosten – starke Nachfrage- oder Kostenschocks dazu führen, dass die Preise stärker inkongruent zu den angepassten Werten sind, wodurch sich die Wahrscheinlichkeit von Preisänderungen erhöht. Daher impliziert eine zustandsabhängige Preissetzung in der Regel, dass zwischen der Häufigkeit von Preisänderungen und der Inflation ein nichtlinearer Zusammenhang besteht: So ist bei relativ stabilen Inflationsraten die Häufigkeit von Preisänderungen im Zeitverlauf relativ konstant, während stark schwankende Inflationsraten (z. B. infolge umfangreicher Schocks) zu massiven Veränderungen der Preisänderungsfrequenz führen. Im Gegensatz dazu ändern sich im Rahmen des wichtigsten alternativen Preissetzungsmodells (dem sogenannten zeitabhängigen Modell) die Preise exogen und unabhängig von ihrer Inkongruenz, sodass die Häufigkeit von Preisänderungen nicht durch Inflationsschwankungen beeinflusst wird. Soll genauer bestimmt werden, inwieweit das Preissetzungsverhalten auch bei relativ niedriger Inflation zustandsabhängig ist, kommt es vor allem darauf an, die Preisänderungsmerkmale auf Unternehmensebene zu beobachten.

Wie häufig und wie stark die Preise im Zeitverlauf geändert werden und wie sich dies auf die Teuerung auswirkt – all diese Fragen lassen sich am besten anhand von Mikrodaten untersuchen. Deren Sammlung und Analyse bilden den Kern der Arbeiten des Forschungsnetzwerks PRISMA (Price-setting Microdata Analysis Network). Das [Inflation Persistence Network](#) (IPN) des Eurosystems leistete Anfang der 2000er Jahre Pionierarbeit bei Studien zu Mikropreisdaten. Das vom ESZB eingesetzte Nachfolgegremium, das [Forschungsnetzwerk PRISMA](#), erarbeitete eine Neukonzeption und Erweiterung der vom IPN durchgeführten Analysen. Die von PRISMA zusammengetragenen Mikrodaten umfassen 135 Millionen Einzelpreisnotierungen, die von 2010 bis 2019 zur Erstellung aggregierter Preisindizes wie dem HVPI in elf Ländern des Euroraums herangezogen wurden. Diese Preisnotierungen decken 166 Produktgruppen ab, auf die rund 60 % des HVPI-Warenkorbs entfallen (schließen jedoch Kategorien wie Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel aus). PRISMA veröffentlichte und nutzte darüber hinaus neue Preissetzungsstatistiken (wie die gesamte Verteilung des

Umfangs der Preisänderungen, was für das Verständnis des Unternehmensverhaltens wesentlich ist). Auch deren Entwicklung im Zeitverlauf wurde dokumentiert. In einem letzten Schritt untersuchte das Netzwerk, inwieweit Häufigkeit und Umfang der Preisänderungen die Transmission der Geldpolitik und die Inflationsdynamik beeinflussen. Dies schließt auch die Reaktionen auf Nachfrage- und Angebotsschocks ein.

Im vorliegenden Aufsatz wird die von PRISMA zusammengetragene Evidenz zur Preissetzung in den Blick genommen. Schwerpunkt ist dabei das Verhältnis zwischen Inflation und Merkmalen der Verteilung von Preisänderungen auf Unternehmensebene.

2 Aus Mikrodaten gewonnene Belege für die zustandsabhängige Preissetzung

Die Zustandsabhängigkeit bei der Preissetzung impliziert laut der obigen Definition, dass die Preise, die weiter von ihren angepassten Werten entfernt sind, eher verändert werden. Anhand dieser Implikation lässt sich die Theorie unter Verwendung von Mikrodaten gut überprüfen. Die Reaktion der Inflation auf Schocks hängt nicht nur davon ab, wie viele Preise sich verändern, sondern auch davon, welche Preise wie stark verändert werden. Dies kann ebenso relevant sein wie die Häufigkeit von Preisänderungen. Sollten die Veränderungen bei den angepassten Preisen umfangreich ausfallen und auf signifikante Inkongruenzen zurückzuführen sein, dann ist das aggregierte Preisniveau möglicherweise sehr flexibel und reagiert stark auf gesamtwirtschaftliche Schocks. Das gilt auch dann, wenn nur einige wenige Unternehmen ihre Preise ändern. Eine Messung dieses Charakteristikums (des sogenannten Selektionseffekts) ist besonders schwierig, da sich Preislücken – definiert als Unterschied zwischen dem aktuellen Preis und dem kontrafaktischen angepassten Preis („reset price“), den ein Unternehmen gern verlangen würde – nicht beobachten lassen.

PRISMA umschiff in seinen Forschungsarbeiten dieses Problem der direkten Überprüfung der Höhe des Selektionseffekts, um die Relevanz der zustandsabhängigen Preissetzung zu messen, indem Supermarkt-Scannerdaten verwendet werden. Auf der Grundlage dieser Daten lässt sich eine Näherungsgröße für die Preislücke entwickeln, die sogar in einem von stabilen Inflationsraten geprägten Umfeld Informationen über die Höhe der Zustandsabhängigkeit liefert, zumindest was die Preissetzung von in Supermärkten umgesetzten Waren betrifft. Mithilfe der Berechnung einer Näherungsgröße für die Preislücke jedes einzelnen Produkts kann der Umfang der Hazardfunktion betrachtet werden, die definiert wird als die Wahrscheinlichkeit von Preisänderungen als

Funktion der Preislücke.³ Für vier große Euro-Länder (Deutschland, Frankreich, Italien und die Niederlande) wurden Hazardfunktionen der Preislücke für die Zeit von 2013 bis 2017 geschätzt. Für die Vereinigten Staaten wurde eine derartige Schätzung für die Zeit von 2001 bis 2012 erstellt. Diese Zeiträume überschneiden sich zwar nicht, für beide ist jedoch eine niedrige und stabile Inflation charakteristisch.

Die geschätzten Hazardfunktionen der Preislücke liefern eindeutige mikroökonomische Belege für ein zustandsabhängiges

Preissetzungsverhalten der Unternehmen. Grafik a in Abbildung 1 zeigt, dass die Wahrscheinlichkeit, mit der eine Firma den Preis eines Produkts anpassen wird, sich analog zur Preislücke erhöht. Dies gilt sowohl für den Euroraum (basierend auf den vier betrachteten großen Volkswirtschaften) als auch die Vereinigten Staaten. Die Tatsache, dass die Wahrscheinlichkeit einer Preisanpassung vom Umfang der Preislücke abhängt, lässt auf eine Zustandsabhängigkeit der Preissetzung schließen. So geht eine negative Preislücke von 10 % mit einer 15 %igen Wahrscheinlichkeit einer Preiserhöhung einher. Im Gegensatz dazu erfolgen in zeitabhängigen Preissetzungsmodellen Preisänderungen exogen; so werden etwa im Rahmen des vielfach verwendeten Calvo-Modells die Preise zu einem beliebigen Zeitpunkt geändert, wobei die Wahrscheinlichkeit hierfür konstant bleibt.⁴ Allerdings deutet die V-Form der Hazardfunktionen auf eine lediglich moderate Zustandsabhängigkeit hin, da sich die Wahrscheinlichkeit analog zur Preislücke nicht drastisch erhöht.⁵ In Grafik b der Abbildung 1 wird die Messgröße der Preislücke validiert, und es wird ein enger Zusammenhang zwischen der Lücke und dem tatsächlichen Umfang schließlich erfolgreicher Preisänderungen dargelegt. Dabei stellt sich die Frage, wie quantitativ relevant diese Belege für die Inflationsdynamik nach umfangreichen Schocks im Euroraum sind. In den folgenden beiden Abschnitten wird diese Frage im Mittelpunkt stehen.

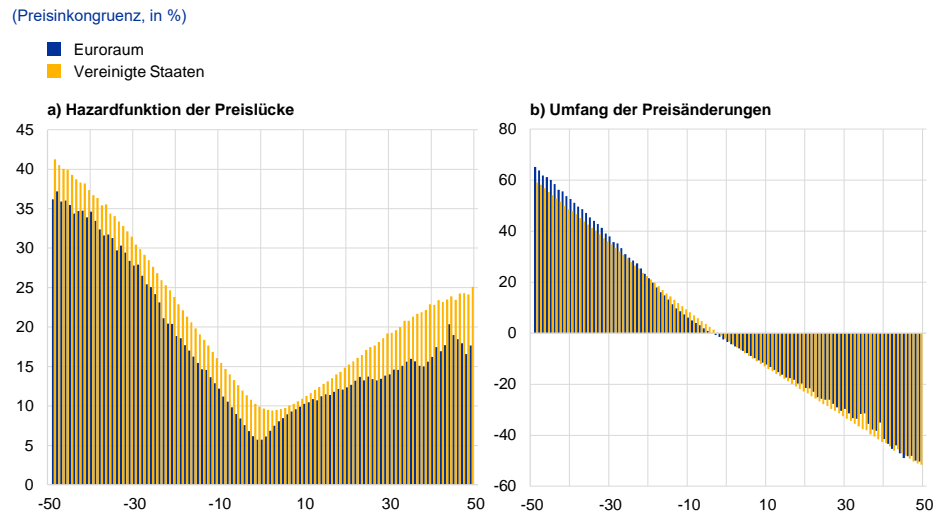
³ Die Näherungsgröße der Preislücke ergibt sich aus der Differenz zwischen dem Preis eines Produkts (laut Barcode) in einem bestimmten Verkaufsgeschäft und dem Durchschnittspreis desselben Produkts in anderen Läden in der Nähe, in denen der Preis im selben Monat verändert wurde. Dabei wird den permanenten Preisunterschieden zwischen verschiedenen Ladenkategorien, die sich aus Differenzen hinsichtlich der Marktmacht, Lage und Ausstattung ergeben, Rechnung getragen. Siehe P. Karadi, J. Amann, J. Sánchez Bachiller, P. Seiler und J. Wursten, Price Setting on the Two Sides of the Atlantic – Evidence from Supermarket Scanner Data, *Journal of Monetary Economics*, Bd. 140, 2023, S. S1-S17.

⁴ Eine Lehrbuchdefinition findet sich hier: J. Gali, *Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle*, Princeton University Press, Princeton, 2015.

⁵ In zahlreichen Menükosten-Modellen steigt die Wahrscheinlichkeit für eine Preisanpassung diskret an, sobald die Preislücke einen bestimmten Schwellenwert erreicht. Siehe beispielsweise M. Golosov und R. E. Lucas Jr., Menu Costs and Phillips Curves, *Journal of Political Economy*, Bd. 115, Nr. 2, 2007, S. 117-199.

Abbildung 1

Hazardfunktion der Preislücke und Umfang der Preisänderungen ungleich Null als Funktion der Preislücke



Quelle: Gautier et al.¹⁾

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Häufigkeit von Änderungen der Referenzpreise (Grafik a) und den durchschnittlichen Umfang der (über bzw. unter null liegenden) Änderungen der Referenzpreise (Grafik b) als Funktion der Preislücke für vier Euro-Länder (Deutschland, Frankreich, Italien und die Niederlande) sowie die Vereinigten Staaten.

1) Siehe E. Gautier et al., [Price adjustment in the euro area in the low-inflation period: evidence from consumer and producer micro price data](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 319, 2023.

3 Theoretischer und empirischer Zusammenhang zwischen Inflation und der Häufigkeit und dem Umfang von Preisänderungen

Die Zerlegung der monatlichen Inflation in die Anzahl von Preisänderungen (Häufigkeit der Preisanpassungen) multipliziert mit dem Umfang dieser Preisänderungen (durchschnittliche Höhe der Preisänderungen) kann hilfreiche Erkenntnisse liefern. Wenn π für die monatliche Inflation steht und f bzw. dp für die Häufigkeit bzw. die durchschnittliche Höhe von (über bzw. unter null liegenden) Preisänderungen, ergibt sich folgende Formel:⁶

$$\pi = f \times dp$$

Die Preisänderungsfrequenz lässt sich zudem in die Häufigkeit von Preiserhöhungen (f^+) und Preissenkungen (f^-) zerlegen, d. h. $f = f^+ + f^-$. Mit dieser Zerlegung der Frequenz ergibt sich die monatliche Inflation aus der Häufigkeit der Preiserhöhungen multipliziert mit dem Umfang der durchschnittlichen Preiserhöhungen ($f^+ \times dp^+$) abzüglich der Häufigkeit der Preissenkungen multipliziert mit dem (absoluten) Umfang der durchschnittlichen Preissenkungen ($f^- \times dp^-$). Den PRISMA-Forschungsergebnissen zufolge ist der absolute Umfang der durchschnittlichen Preissenkungen im Euroraum tendenziell größer als jener der Preiserhöhungen. So lagen im Zeitraum von 2010 bis 2019 die Mittelwerte (ohne Ausverkaufspreise) bei

⁶ Die aggregierte Inflation wird anhand der Aggregation der zugrunde liegenden Produktgruppen auf Basis der entsprechenden Gewichtung ermittelt.

rund 11,6 % bzw. 9 %. Demzufolge kommt in der laut den Daten positiven Inflationsrate zum Ausdruck, dass Preise öfter angehoben als gesenkt werden: Im Durchschnitt handelte es sich bei rund 69 % der im Zeitraum von 2010 bis 2019 verzeichneten Preisänderungen um Preiserhöhungen (ohne Ausverkaufspreise).⁷

In der von PRISMA analysierten Niedriginflationsphase im Zeitraum von 2010 bis 2019 war die begrenzte konjunkturell bedingte Veränderung der Inflationsrate vor allem auf Schwankungen der durchschnittlichen Preisänderungen zurückzuführen.

Wie aus Abbildung 2 hervorgeht, trugen geringe zyklische Veränderungen der Häufigkeit nicht wesentlich zu Schwankungen beim aggregierten HVPI bei (ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, da PRISMA hierzu keine Mikrodaten vorlagen).⁸ Diese Schwankungen waren vielmehr Ausdruck von Verschiebungen beim Durchschnitt der (über bzw. unter null liegenden) Preisänderungen (siehe Abbildung 3).

Im genannten Zeitraum und einer gegebenen Häufigkeit von Preisänderungen waren Schwankungen bei den durchschnittlichen Preisänderungen in erster Linie auf Unterschiede beim Anteil der Preiserhöhungen und -senkungen und nicht auf Unterschiede beim absoluten Umfang zurückzuführen.

Entsprechend der Tatsache, dass die Preisänderungen auf Unternehmensebene während der Niedriginflationsphase maßgeblich durch idiosynkratische Schocks bedingt waren, erfolgten die angesichts der gesamtwirtschaftlichen Störungen vorgenommenen durchschnittlichen Preisänderungen eher über Unterschiede beim relativen Anteil der Preiserhöhungen bzw. -senkungen als über Unterschiede bei deren absolutem Umfang. Dieses „lineare“ Verhalten der aggregierten Inflation bricht jedoch zusammen, wenn gesamtwirtschaftliche Schocks größer als üblich werden. Grund hierfür sind die zuvor erwähnten Nichtlinearitäten bei Entscheidungen auf Unternehmensebene.

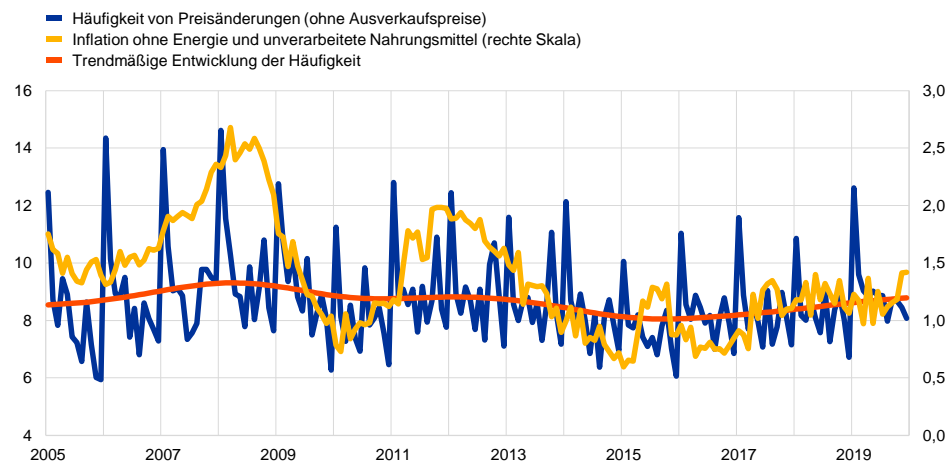
⁷ Siehe E. Gautier et al., a. a. O.

⁸ Die saisonalen Muster der Preisänderungsfrequenzen würden Prognosen entsprechen, die auf zeitabhängigen Modellen mit einem gewissen Staffelungsgrad beruhen (Preisänderungen im Januar sind klar erkennbar häufiger). Sie würden auch mit zugrunde liegenden Saisoneffekten bei Kostenänderungen (z. B. bei Löhnen) im Einklang stehen, die bei Zustandsabhängigkeit wiederum die Häufigkeit beeinflussen würden.

Abbildung 2

Inflation und Häufigkeit von Preisänderungen im Zeitverlauf

(linke Skala: in %; rechte Skala: Veränderung gegen Vorjahr in %)



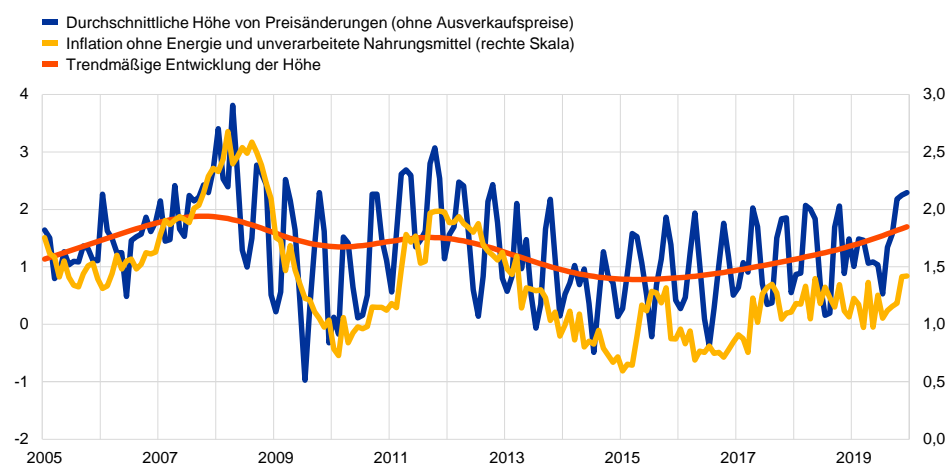
Quelle: Berechnungen der Banque de France.

Anmerkung: Basierend auf HVPI-Mikrodaten von PRISMA. Die trendmäßige Entwicklung wird mithilfe des gebräuchlichen Hodrick-Prescott-Filters für Monatsdaten berechnet.

Abbildung 3

Inflation und durchschnittliche Höhe von Preisänderungen

(linke Skala: in %; rechte Skala: Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Berechnungen der Banque de France.

Anmerkung: Basierend auf HVPI-Mikrodaten von PRISMA. Die trendmäßige Entwicklung wird mithilfe des gebräuchlichen Hodrick-Prescott-Filters für Monatsdaten berechnet.

Vergangene Phasen einer erhöhten Inflation deuten auf einen positiven Zusammenhang zwischen dem Inflationsniveau und der Häufigkeit wie auch dem durchschnittlichen Umfang der (über bzw. unter null liegenden) Preisänderungen hin, was einen Anstieg der Preiserhöhungsfrequenz widerspiegelt. In einigen Forschungsarbeiten wurden die Merkmale der Mitte der 1970er-Jahre und in den 1980er-Jahren verzeichneten Preisadjustments untersucht, als die Inflation in den Industrieländern hoch war und sich volatiler

entwickelte.⁹ Die Studien liefern einige Erkenntnisse zum Preisanpassungsverhalten, indem sie anhand von VPI-Mikropreisdaten für Norwegen und die Vereinigten Staaten die Situation Mitte der 1970er-Jahre und in den 1980er-Jahren Phasen niedrigerer und weniger volatiler Inflationsraten gegenüberstellten. Die Häufigkeit von Preisanpassungen korreliert deutlich stärker mit der Inflation, wenn die Inflationsrate hoch und volatil ist, als wenn sie niedrig und relativ stabil ausfällt. So belief sich die Häufigkeit von Preisanpassungen während der „Great Inflation“ (Große Inflation) in den Vereinigten Staaten von 1978 bis 1982 auf mehr als 15 %, verglichen mit 10 % während der darauffolgenden Phase der „Great Moderation“ (Große Mäßigung). Der absolute Umfang der Preiserhöhungen nahm in den Vereinigten Staaten mit der Inflation nicht zu, während er in Norwegen mit der Inflation sogar sank. Die Ergebnisse für Phasen der Hyperinflation in anderen Ländern wie Argentinien und Mexiko untermauern die Ergebnisse zum Zusammenhang zwischen dem Inflationsniveau und der Preisänderungsfrequenz.¹⁰ Insgesamt lässt sich festhalten: Liegt die Inflation bei über 5 %, besteht ein signifikanter Zusammenhang zwischen der Häufigkeit von Preisänderungen und der Inflation.

Mit Blick auf den jüngsten Inflationsanstieg zeigen aktualisierte PRISMA-Mikrodaten für mehrere Länder des Euroraums, dass die Häufigkeit von Preisänderungen aufgrund eines entsprechenden Anstiegs der Frequenz von Preiserhöhungen deutlich zugenommen hat. In Kasten 1 werden die Ergebnisse einer Untersuchung der aktualisierten HVPI-Mikrodaten von PRISMA zur Veränderung von Preisanpassungen angesichts des jüngsten Inflationsanstiegs für sieben Euro-Länder vorgestellt. Wenn die Inflation niedrig ist, besteht – im Einklang mit der bereits erörterten Evidenz – eine geringe Korrelation zwischen der Preisänderungsfrequenz und der Inflation (siehe Abbildung 4). Seit Beginn des Inflationsanstiegs im zweiten Halbjahr 2021 hat auch die Häufigkeit der Preisänderungen zugenommen. Grund hierfür ist, dass die Preise öfter angehoben wurden. Mit Blick auf den absoluten Umfang der Preisänderungen lässt sich kein enger Zusammenhang für die Zeit vor oder nach 2022 feststellen. Ein neuer Datensatz zu täglich erfassten Preisen, der von der EZB über Web-Scraping erhoben wird, liefert weitere Belege zur Zustandsabhängigkeit in der Zeit von April 2022 bis Januar 2024.¹¹ In Kasten 2 wird genauer betrachtet, wie die Häufigkeit von Preiserhöhungen bei Nahrungsmitteln (ermittelt anhand von Daten von Online-Supermärkten in Deutschland, Spanien und Italien) im Jahr 2022 deutlich gestiegen ist, bevor sie in den letzten Monaten wieder auf das Niveau gesunken ist, das vor 2020 verzeichnet wurde. Diese Belege sowie die Ausführungen in Kasten 3 deuten darauf hin, dass im Einzelhandel die Preise häufiger angepasst werden, wenn die

⁹ Siehe E. Nakamura, J. Steinsson, P. Sun und D. Villar, The Elusive Costs of Inflation: Price Dispersion during the U.S. Great Inflation, *The Quarterly Journal of Economics*, Bd. 133, Nr. 4, 2018, S. 1933-1980; F. Wulfsberg, Inflation and Price Adjustments: Micro Evidence from Norwegian Consumer Prices 1975-2004, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Bd. 8, Nr. 3, 2016, S. 175-194.

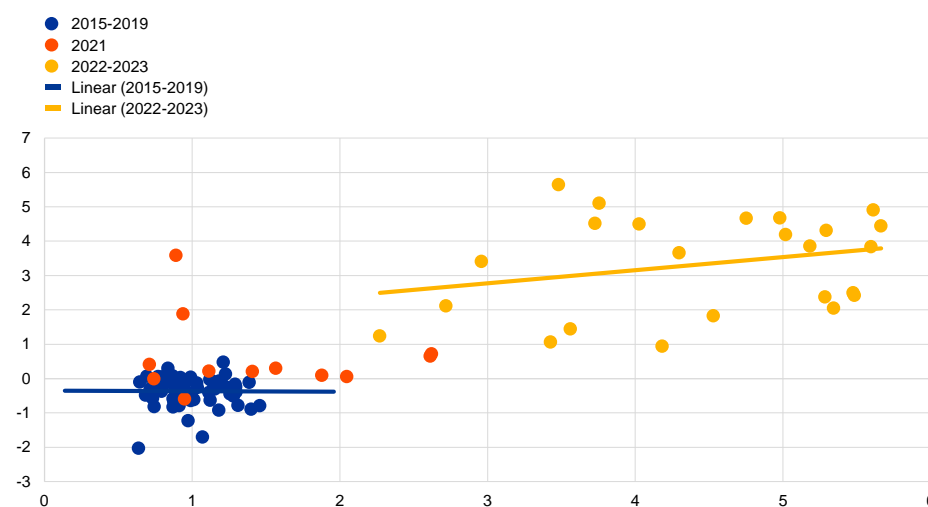
¹⁰ Siehe F. Alvarez, M. Beraja, M. Gonzalez-Rozada und A. Neumeyer, From Hyperinflation to Stable Prices: Argentina's Evidence on Menu Cost Models, *The Quarterly Journal of Economics*, Bd. 134, Nr. 1, 2018, S. 451-505; E. Gagnon, Price Setting during Low and High Inflation: Evidence from Mexico, *The Quarterly Journal of Economics*, Bd. 124, Nr. 3, 2009, S. 1221-1263.

¹¹ Nähere Einzelheiten zu per Web-Scraping erhobenen Daten finden sich in: G. Strasser et al., [E-commerce and price setting: evidence from Europe](#), Kasten 3, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 320, 2023.

Inflation höher ist. Größere Schocks führen dazu, dass gesamtwirtschaftliche Faktoren als Motiv für Preisänderungen an Bedeutung gewinnen. Dies entspricht den Prognosen zustandsabhängiger Preissetzungsmodelle. Diese Modelle prognostizieren wiederum, dass große Kostenschocks schneller weitergegeben werden als kleine Kostenschocks. Dadurch fällt die Inflation höher aus, ist jedoch nicht so persistent, wie die Simulationsergebnisse im folgenden Abschnitt zeigen.

Abbildung 4 Inflation und Häufigkeit von Preisänderungen

(x-Achse: Veränderung des HVPI für den Euroraum ohne Energie und Nahrungsmittel gegen Vorjahr in %; y-Achse: saisonbereinigte Häufigkeit von Preisänderungen gegenüber dem Vormonat)



Quelle: Berechnungen der Banque de France und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Häufigkeit von Preisänderungen beruht auf Mikrodaten für Verbraucherpreise der nationalen Statistikämter Deutschlands, Estlands, Spaniens, Frankreichs, Italiens, Lettlands und Litauens (siehe Kasten 1 für Details). Jeder Punkt entspricht der Häufigkeit der Preisänderungen in einem Monat abzüglich der durchschnittlichen Häufigkeit der Preisänderungen in diesem Kalendermonat im Zeitraum 2011-2019 (y-Achse) bzw. dem jährlichen HVPI für den Euroraum ohne Energie und Nahrungsmittel in diesem Monat (x-Achse). Da das Jahr 2020 sehr stark durch die Covid-19-Pandemie beeinflusst wurde, bleibt es unberücksichtigt. Nähere Einzelheiten zur Preissetzung während der Pandemie finden sich in: L. Henkel et al., [Price setting during the coronavirus \(COVID-19\) pandemic](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 324, 2023.

Kasten 1

Veränderung von Preisänderungen bei einem Inflationsanstieg: Jüngste Evidenz aus Mikrodaten für die Verbraucherpreise im Euroraum

Erwan Gautier, Cristina Conflitti, Ludmila Fadejeva, Eduardo Gutiérrez, Valentin Jouvanceau, Jan-Oliver Menz, Alari Paulus, Pau Roldan-Blanco und Elisabeth Wieland

Im vorliegenden Kasten wird auf Basis von VPI-Mikrodaten untersucht, wie der jüngste sprunghafte Inflationsanstieg das Verlaufsmuster von Verbraucherpreisänderungen im Euroraum beeinflusst hat. Hierfür wurden die Ergebnisse von Gautier et al.¹² verwendet und für sieben Länder (Deutschland, Estland, Spanien, Frankreich, Italien, Lettland und Litauen), auf die rund 80 % des HVPI im Euroraum entfallen, aktualisiert, sodass nun auch der Zeitraum von 2021 bis 2023 erfasst wird. Die Analyse beruht auf einer einheitlichen Stichprobe von 166 Produktgruppen, wobei die

¹² Siehe E. Gautier et al., *New Facts on Consumer Price Rigidity in the Euro Area*, *American Economic Journal: Macroeconomics* (im Erscheinen). Darin wird auf Basis von Datensätzen, die insgesamt rund 130 Millionen Preisbeobachtungen nationaler Statistikämter zur Berechnung des VPI und des HVPI umfassen, die Niedriginflationsphase (2000-2019) in elf Ländern des Euroraums betrachtet.

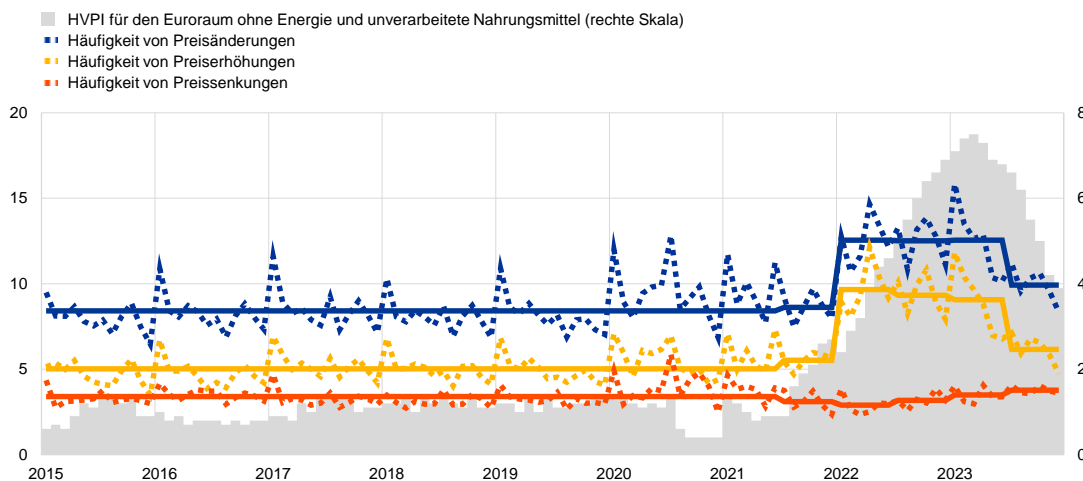
Stichprobe Nahrungsmittel, Industrieerzeugnisse ohne Energie sowie Dienstleistungen umfasst, die zusammengenommen rund 60 % des HVPI im Euroraum ausmachen.¹³

Im Zeitraum von 2021 bis 2022 stiegen die Kosten von importierten Rohstoffen (vor allem von Energievorleistungen) in Europa drastisch an. Zurückzuführen war dies auf Spannungen an den Energiemärkten infolge des Einmarschs Russlands in die Ukraine und auf Lieferengpässe aufgrund des Wiederhochfahrens der Wirtschaft nach dem Ende der Lockdown-Phasen. Der sprunghafte Anstieg der Unternehmenskosten schlug sich in den Erzeugerpreisen und schließlich in den Verbraucherpreisen und der Inflation nieder. Dabei wurden die Kosten rascher als üblich weitergegeben, denn die Unternehmen und der Einzelhandel passten ihre Preise häufiger an (siehe Abbildung A).¹⁴ Im Gegensatz zur Niedriginflationsphase, in der sich die Häufigkeit der Preisanpassungen kaum veränderte und bei durchschnittlich rund 8,5 % lag, erhöhte sich diese Frequenz im Jahresverlauf 2022 auf durchschnittlich 12,5 %. Die Preise scheinen als Reaktion auf den großen Inflationsschock flexibler gewesen zu sein, als dies in der Phase der niedrigen und weniger volatilen Inflation von 2010 bis 2019 der Fall war. Im Jahresverlauf 2023 wurden die Preise etwas weniger häufig geändert. Grund für die große Verschiebung bei der Preisänderungsfrequenz war in erster Linie ein deutlicher Anstieg der Häufigkeit von Preiserhöhungen. So beschloss ein Großteil des Einzelhandels die Preise unmittelbar zu erhöhen, anstatt – wie in der Niedriginflationsphase üblich – mit einer Anpassung zu warten und die entsprechenden Verluste zu akzeptieren.

Abbildung A

Häufigkeit von Verbraucherpreisänderungen im Zeitverlauf (alle Sektoren)

(linke Skala: in %; rechte Skala: Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Mikrodatsätze für Verbraucherpreise der nationalen Statistikämter Deutschlands, Estlands, Spaniens, Frankreichs, Italiens, Lettlands und Litauens. Anmerkung: Dargestellt ist der gewichtete Durchschnitt der Häufigkeit von Preisänderungen (ohne Ausverkaufspreise). Unberücksichtigt blieben Mehrwertsteueränderungen in Deutschland (2020-2021) und Spanien (2020-2023). Die durchgezogenen Linien stellen den Durchschnitt für den Zeitraum 2015-2021 und den Halbjahresdurchschnitt für den Zeitraum 2021-2023 dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2023.

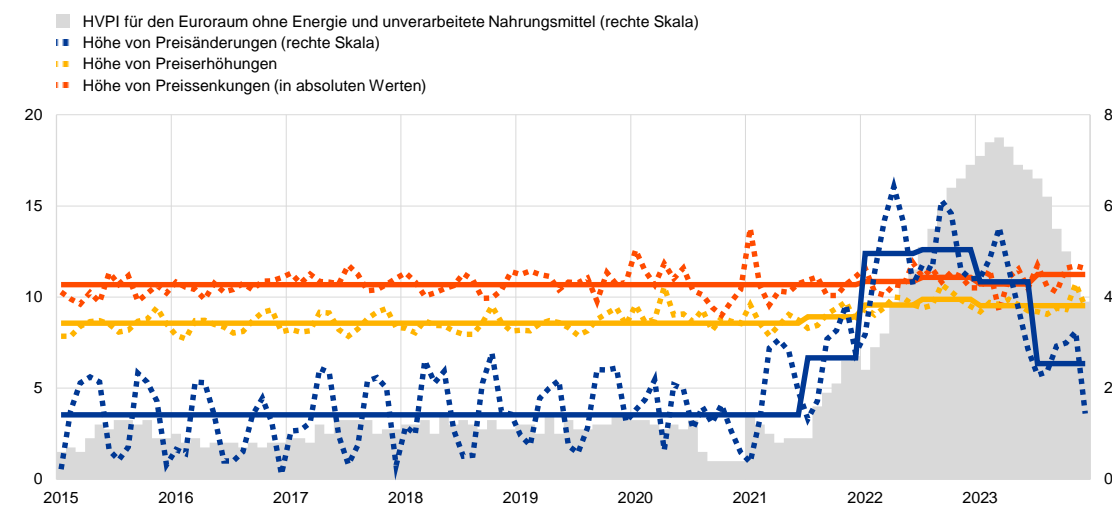
¹³ Die Datensätze der letzten Aktualisierung reichen bis Dezember 2023 (Estland, Spanien, Italien und Lettland), Oktober 2023 (Deutschland und Frankreich) bzw. März 2023 (Litauen). Nähere Einzelheiten zu Litauen finden sich in: V. Jouvanceau, Consumer price rigidity in a context of low and high inflation: the case of Lithuania, Discussion Paper Series der Lietuvos bankas, Nr. 34, 2023. Der für den Zeitraum von Januar bis Oktober 2023 herangezogene Datensatz für Deutschland enthält nur die Preise aus dem Bundesland Hessen, die aber für Deutschland insgesamt sehr repräsentativ sind.

¹⁴ Umfrageergebnisse zur Anpassung von Erzeugerpreisen in Frankreich während der Phase der hohen Inflation finden sich in: E. Gautier, H. Le Bihan und F. Lippi, Why prices transmit large-scale shocks more quickly, Eco Notepad, Nr. 324, Banque de France, 2023.

Der durchschnittliche Umfang von (über bzw. unter null liegenden) Preisänderungen nahm während des Inflationsanstiegs zu (siehe Abbildung B). Diese Entwicklung hängt mit dem größeren Anteil der Preiserhöhungen an den Preisänderungen im jüngeren Zeitraum zusammen. Während Preiserhöhungen in der Hochinflationphase 75 % der Preisänderungen ausmachten, lag ihr Anteil in den hier betrachteten Ländern im Zeitraum von 2010 bis 2019 bei rund 60 %. Dagegen blieb der absolute Umfang der Preiserhöhungen und Preissenkungen selbst dann stabil auf einem Niveau, das mit dem in der Niedriginflationphase vergleichbar war, als die gesamtwirtschaftlichen Schocks groß waren. Dies lässt darauf schließen, dass der Einzelhandel beschloss, die Preise zwar häufiger zu erhöhen, jedoch im selben Umfang wie zuvor, um die Verluste aus unveränderten Preisen zu begrenzen. Häufigere Preisänderungen stehen mit Prognosen eines zustandsabhängigen Preissetzungsmodells mit Menükosten im Einklang, nicht jedoch mit Prognosen eines Calvo-Modells, bei dem die Häufigkeit stabil bleibt. Dieses allgemeine Verlaufsmuster ist in allen sieben Ländern des Euroraums, für die aktualisierte VPI-Mikrodaten für den Zeitraum von 2021 bis 2023 vorliegen, ähnlich.

Abbildung B
Höhe von Verbraucherpreisänderungen im Zeitverlauf (alle Sektoren)

(linke Skala: in %; rechte Skala: Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Mikrodatsätze für Verbraucherpreise der nationalen Statistikämter Deutschlands, Estlands, Spaniens, Frankreichs, Italiens, Lettlands und Litauens. Anmerkung: Dargestellt ist der gewichtete Durchschnitt der Höhe von Preisänderungen (ohne Ausverkaufspreise). Unberücksichtigt blieben Mehrwertsteueränderungen in Deutschland (2020-2021) und Spanien (2020-2023). Die durchgezogenen Linien stellen den Durchschnitt für den Zeitraum 2015-2021 und den Halbjahresdurchschnitt für den Zeitraum 2021-2023 dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2023.

Der starke Anstieg in der Häufigkeit von Preiserhöhungen war bei allen weit gefassten Produktgruppen, die dem HVPI zugrunde liegen, zu beobachten (siehe Abbildung C). Gautier et al. zeigen, dass Preise für Nahrungsmittel im Schnitt flexibler sind als jene für Industrieerzeugnisse ohne Energie oder für Dienstleistungen.¹⁵ Diese Erkenntnis gilt auch für den jüngeren Zeitraum, denn die Häufigkeit von Preiserhöhungen nahm bei Nahrungsmitteln stärker zu als bei Industrieerzeugnissen ohne Energie oder bei Dienstleistungen. So stieg die Preiserhöhungsfrequenz bei Nahrungsmitteln von durchschnittlich rund 8 % vor 2020 auf nahezu 15 % im Jahr 2022, während Preissenkungen etwas weniger häufig als üblich erfolgten. Auch bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie und den Dienstleistungen wurden die Preise wesentlich öfter angehoben. Diese Erhöhungen fielen jedoch mit jeweils rund 3 Prozentpunkten deutlich

¹⁵ Siehe E. Gautier et al., a. a. O. (im Erscheinen).

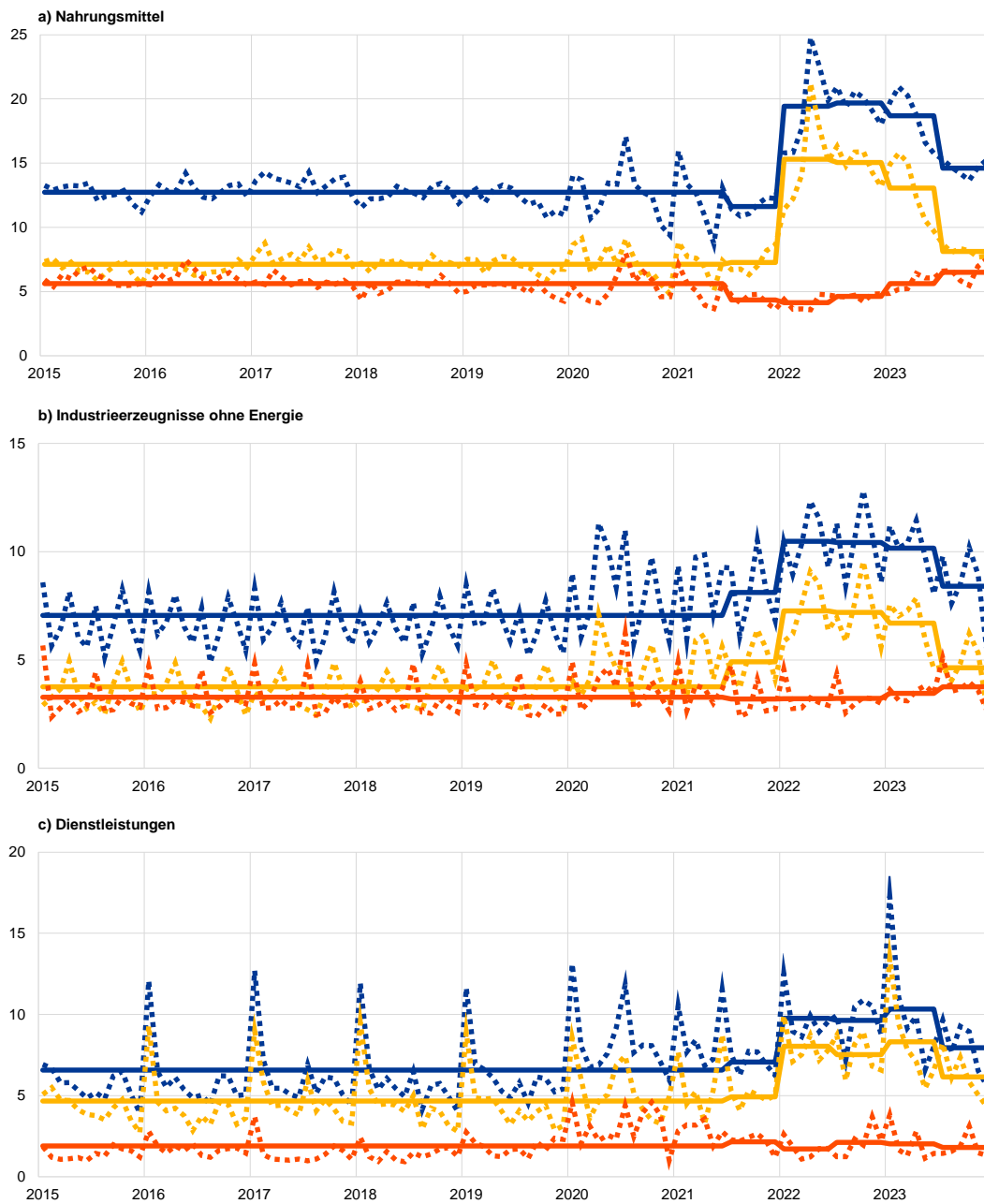
geringer aus als bei Nahrungsmitteln. Die Frequenz von Preissenkungen blieb indes bei Industrieerzeugnissen ohne Energie und bei Dienstleistungen weitgehend stabil. Im zweiten Halbjahr 2023 verringerte sich die Häufigkeit von Preiserhöhungen in allen drei Sektoren.

Abbildung C

Häufigkeit von Verbraucherpreisänderungen im Zeitverlauf nach aggregierten Produktgruppen

(in %)

- Häufigkeit von Preisänderungen
- Häufigkeit von Preiserhöhungen
- Häufigkeit von Preissenkungen



Quelle: Mikrodatsätze für Verbraucherpreise der nationalen Statistikämter Deutschlands, Estlands, Spaniens, Frankreichs, Italiens, Lettlands und Litauens. Anmerkung: Dargestellt ist der gewichtete Durchschnitt der Häufigkeit von Preisänderungen (ohne Ausverkaufspreise). Unberücksichtigt blieben Mehrwertsteueränderungen in Deutschland (2020-2021) und Spanien (2020-2023). Die durchgezogenen Linien stellen den Durchschnitt für den Zeitraum 2015-2021 und den Halbjahresdurchschnitt für den Zeitraum 2021-2023 dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2023.

Kasten 2

Jüngste Entwicklung der Preissetzung: Evidenz aus täglichen Mikropreisdaten von Online-Supermärkten

Chiara Osbat, Lucas Gurovich, Lukas Henkel, Christian Höynck und Giacomo Orsi

Im vorliegenden Kasten werden erste Erkenntnisse zur zustandsabhängigen Preissetzung unter Rückgriff auf die Daten von Online-Supermärkten in drei der größten Länder des Euroraums (Deutschland, Spanien und Italien) für den aktuellen Zeitraum von April 2022 bis Januar 2024 vorgestellt. Das Daily Price Dataset der EZB, ein Datensatz mit täglich erfassten Preisen, enthält detaillierte Informationen zu allen Gütern und umfasst sämtliche Gütergruppen, die sich im Warenkorb für Nahrungsmittel der jeweiligen Länder befinden. Anhand dieses Datensatzes lässt sich nachvollziehen, wie der jüngste Preisschub bei Nahrungsmitteln die Verlaufsmuster der Preisanpassungen im Onlinehandel des Euroraums beeinflusst hat.

Das Preissetzungsverhalten der Unternehmen gemäß dem täglichen Preisdatensatz weist ganz klar darauf hin, dass die Häufigkeit von Preiserhöhungen bei Nahrungsmitteln 2022 spürbar zugenommen hat. In den letzten Monaten hat sich die Frequenz aber wieder verringert und liegt nun in der Nähe ihres vor dem Jahr 2020 verzeichneten Niveaus. Aus Abbildung A geht hervor, dass die Häufigkeit von Preiserhöhungen bei Nahrungsmitteln im gesamten Jahresverlauf 2022 ein erhöhtes Niveau aufwies und im Februar 2023 einen Höchststand erreichte. Die Werte überschritten jene in der Zeit vor der Pandemie deutlich. Basierend auf VPI-Mikrodaten lag die Häufigkeit von Preisänderungen, die innerhalb eines Monats vorgenommen wurden, von 2010 bis 2019 für verarbeitete Nahrungsmittel durchschnittlich bei rund 6,4 % und für unverarbeitete Nahrungsmittel bei 13,8 %. Die Onlinepreise für verarbeitete Nahrungsmittel in Deutschland änderten sich in der Zeit von 2015 bis 2019 in monatlicher Betrachtung im Schnitt mit einer Häufigkeit von etwa 4,1 %.¹⁶ Im Jahr 2023 nahm die Preiserhöhungsfrequenz ab, was auf den nachlassenden Einfluss der vorangegangenen Schocks zurückzuführen war. Im Januar 2024 näherten sich die Werte wieder ihrem vor der Pandemie verzeichneten Niveau an. So entspricht die Häufigkeit von Preiserhöhungen nun im Großen und Ganzen der Häufigkeit von Preissenkungen. Zugleich blieb der absolute Umfang der Preisänderungen (d. h. Preiserhöhungen oder Preissenkungen) relativ stabil. Aus Grafik b in Abbildung A geht hervor, dass es zwischen den einzelnen Ländern erhebliche Unterschiede gibt. Während die Preiserhöhungsfrequenz in Deutschland und Italien merklich gesunken ist, hat sie sich in Spanien weniger stark verringert und liegt nach wie vor auf einem erhöhten Niveau.

¹⁶ Siehe auch G. Strasser et al., [E-commerce and price setting: evidence from Europe](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 320, 2023.

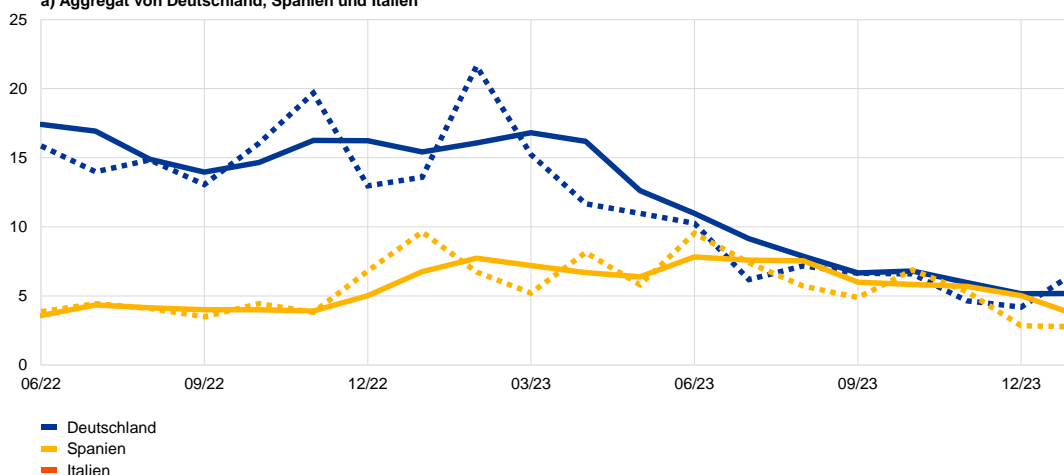
Abbildung A

Häufigkeit von Preisänderungen bei Nahrungsmitteln im Zeitverlauf

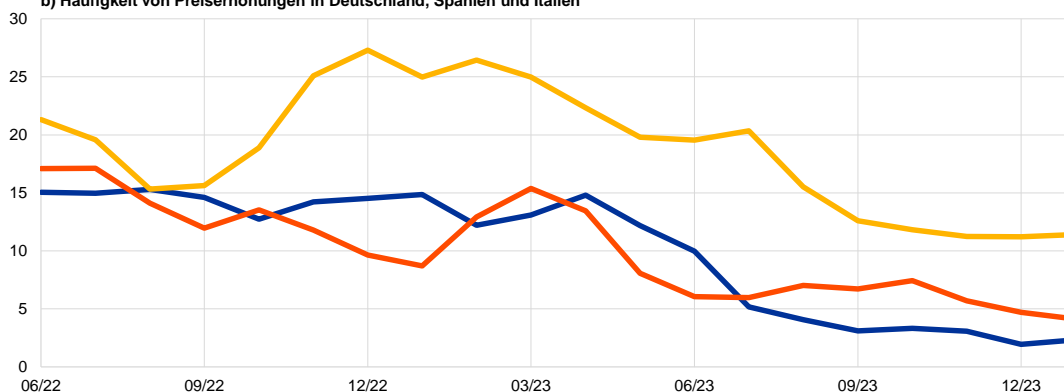
(in %)

- Häufigkeit von Preiserhöhungen
- Häufigkeit von Preiserhöhungen (gleitender Dreimonatsdurchschnitt)
- Häufigkeit von Preissenkungen
- Häufigkeit von Preissenkungen (gleitender Dreimonatsdurchschnitt)

a) Aggregat von Deutschland, Spanien und Italien



b) Häufigkeit von Preiserhöhungen in Deutschland, Spanien und Italien



Quelle: EZB.

Anmerkung: In Grafik a ist die durchschnittliche Häufigkeit von Preiserhöhungen und Preissenkungen bei Nahrungsmitteln in monatlicher Betrachtung (gestrichelte Linien) sowie der entsprechende gleitende Dreimonatsdurchschnitt (durchgezogene Linien) für das Aggregat von Deutschland, Spanien und Italien dargestellt. Grafik b zeigt den gleitenden Dreimonatsdurchschnitt der Häufigkeit von Preiserhöhungen für Deutschland, Spanien und Italien. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2024.

4 Implikationen der zustandsabhängigen Preissetzung für das Durchwirken großer Inflationsschocks

Im Rahmen des PRISMA-Netzwerks wurden die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der Evidenz zur Preissetzung auf Basis von Mikrodaten analysiert. Hierzu wurden Simulationen aus ökonomischen Modellen verwendet, die so kalibriert wurden, dass sie den wichtigsten Merkmalen der Preissetzung in den Mikrodaten des Euroraums entsprechen. Aus den Erkenntnissen zu den Mikropreisdaten können Implikationen für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus abgeleitet werden. Dies geschieht mithilfe der

Anwendung der neuesten Preissetzungsmodelle, die eine Zustandsabhängigkeit der von den Unternehmen getroffenen Entscheidungen über Preisänderungen abbilden.

In zustandsabhängigen Modellen zur Preissetzung, die auf Mikrodaten zu den Preisen im Eurogebiet kalibriert sind, führen große gesamtwirtschaftliche Inflationsschocks dazu, dass sich die Häufigkeit von Preisanpassungen erhöht. Diesen Preisanpassungsmodellen liegt das Konzept zugrunde, dass Preisänderungen in den einzelnen Unternehmen nicht zufällig erfolgen, sondern davon abhängen, wie groß die Preislücke eines Produkts ist. Je stärker ein Schock auf die nominalen Kosten wirkt, desto größer ist die Inkongruenz der Preise gegenüber den Kosten, was die Unternehmen dazu veranlasst, ihre Preise anzupassen. Dadurch nimmt die Häufigkeit von Preisanpassungen insgesamt zu. In einem volatileren gesamtwirtschaftlichen Umfeld sollte daher, wie bereits erwähnt, das Ausmaß der Preisflexibilität steigen. Dieses Charakteristikum des Modells wird durch die von PRISMA durchgeführte Modellanalyse untermauert.¹⁷ Dabei werden ökonomische Modelle herangezogen, bei denen die Häufigkeit von Preisanpassungen je nach Konjunkturlage variiert und die Kalibrierung anhand von Mikrodaten von PRISMA aus der Zeit vor der Pandemie erfolgt. Die Modelle zeigen, dass nach großen Schocks, die auf die nominalen Kosten wirken, deutlich öfter Preisanpassungen vorgenommen werden. PRISMA zufolge unterscheidet sich die Preisanpassungsfrequenz in den drei wichtigsten hier untersuchten Sektoren (verarbeitete Nahrungsmittel, Industrieerzeugnisse ohne Energie sowie Dienstleistungen). So werden die Preise für Nahrungsmittel im Vergleich zu jenen in den beiden anderen Sektoren deutlich häufiger angepasst. Dies spiegelt die unterschiedliche Volatilität der Kosten in den jeweiligen Sektoren wider, die sich wiederum aus der unterschiedlichen Kostenstruktur ergibt. Der Dienstleistungssektor weist einen relativ gesehen höheren Anteil an weniger volatilen Arbeitskosten auf, während in den beiden anderen Sektoren ein vergleichsweise größerer Anteil an stärker volatilen Rohstoffen und Vorleistungsgütern zu Buche steht.

Ausgehend von einem Basisszenario, in dem Preisanpassungen ausschließlich durch idiosynkratische Schocks ausgelöst werden, bleibt gemäß den Simulationsrechnungen die Häufigkeit von Preisänderungen bei geringfügigen gesamtwirtschaftlichen Schocks weitgehend unverändert, nimmt aber nichtlinear zu, sobald das Ausmaß der Kostenschocks mehr als 10 % beträgt (siehe Abbildung 5). Dies steht im Einklang mit den Erkenntnissen für das Eurogebiet in der Zeitspanne vor und nach den pandemiebedingten Lockdowns.¹⁸ Zudem nimmt bei einem bestimmten Ausmaß des Schocks die Häufigkeit zwar in allen drei Sektoren zu, doch ist diese Zunahme den Simulationen zufolge im Bereich der verarbeiteten Nahrungsmittel am stärksten und im Dienstleistungssektor am geringsten. Diese sektorspezifische Heterogenität entspricht der in Kasten 1 dargelegten Evidenz für den Euroraum, die sich auf den jüngsten Inflationsanstieg bezieht.

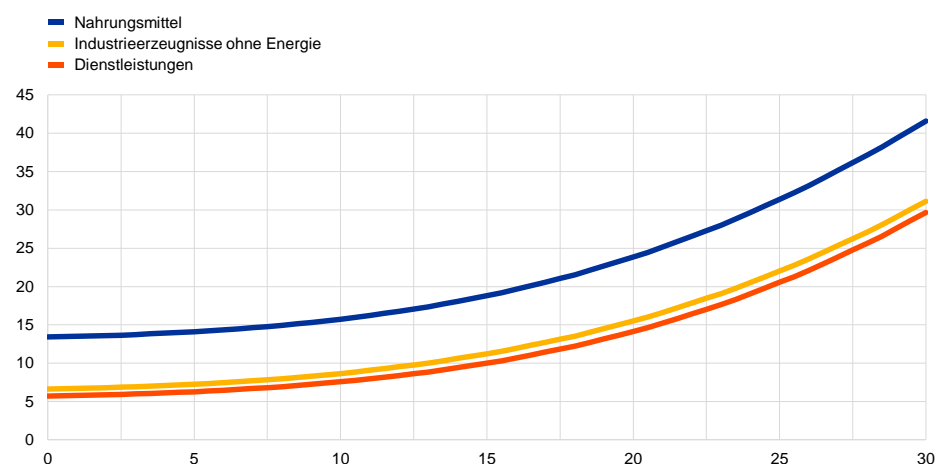
¹⁷ Siehe L. Dedola et al., [Some implications of micro price-setting evidence for inflation dynamics and monetary transmission](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 321, 2023.

¹⁸ So geht aus Abbildung B in Kasten 1 hervor, dass sich die durchschnittlichen Preiserhöhungen und Preissenkungen im Euroraum in absoluter Betrachtung auf rund 8 % bzw. 10 % belaufen.

Abbildung 5

Modellbasierter Zusammenhang zwischen nominalen Kostenschocks und der Häufigkeit von Preisänderungen

(x-Achse: Ausmaß des nominalen Kostenschocks in %; y-Achse: Häufigkeit von Preisänderungen in monatlicher Betrachtung in %)



Quelle: L. Dedola et al., a. a. O.

Anmerkung: Auf Grundlage von EZB-Berechnungen (basierend auf HVPI-Mikrodaten von PRISMA).

Häufigere Preisanpassungen implizieren, dass Schocks früher und rascher auf die Inflation durchwirken.

Werden Preise öfter angepasst, bedeutet dies, dass mehr Unternehmen ihre Preise innerhalb eines bestimmten Zeitraums überprüfen und die Auswirkungen der Schocks berücksichtigen. Da die Preise flexibler werden, kann es zu einer rascheren Reaktion der Inflation bei Eintritt des Schocks kommen. Zudem hält die Reaktion unter sonst gleichen Bedingungen weniger lange an, da mehr Firmen ihre Preise unmittelbar nach dem Schock ändern und nicht bis zu einem späteren Zeitpunkt warten. Im Vereinigten Königreich erwies sich dieser Effekt für die im Vorfeld des sprunghaften Inflationsanstiegs verzeichnete Entwicklung der Inflation als empirisch relevant.¹⁹ Die dortige Inflationsdynamik wird wesentlich durch die zeitvariable Preisflexibilität bestimmt, die in den VPI-Mikrodaten des Vereinigten Königreichs mit der Änderung der Preisanpassungsfrequenz einhergeht. Die Inflation zeigte sich in Phasen hoher Preisflexibilität volatiler und weniger persistent. Dies unterstreicht allgemein, wie wichtig es für das Verständnis und die Prognose der Inflationsentwicklung ist, endogene Verschiebungen der Häufigkeit von Preisänderungen mit einzubeziehen.

Umfangreiche, auf die nominalen Kosten wirkende Schocks haben in den kalibrierten Modellen auch nichtlineare Effekte auf die Inflationsentwicklung.

Nichtlinearitäten bei der Preissetzung implizieren, dass in den modellbasierten Simulationsrechnungen die anfänglichen inflationssteigernden Effekte gegenüber dem Ausmaß der nominalen Schocks überproportional stark zunehmen. Damit sich die simulierte Inflationsdynamik nach einem Kostenschock durch die Nichtlinearitäten deutlich beschleunigt, müssen diese Kostenschocks allerdings größer als 15 % sein. Ceteris paribus kommt es nicht nur zu einem rascheren

¹⁹ Siehe I. Petrella, E. Santoro und L. de la Porte Simonsen, Time-varying Price Flexibility and Inflation Dynamics, Discussion Paper Series des CEPR, Nr. 13027, 2018.

Anstieg der Teuerung, sondern auch die anschließende Wiederannäherung der Teuerung an den Zielwert der Zentralbank erfolgt schneller.

Die Auswirkungen großer Schocks auf die Häufigkeit von Preisänderungen dürften vorübergehender Natur sein, denn sobald die Inflation zu ihrem langfristigen Trend zurückkehrt, dürften sie verschwinden. Passen die Unternehmen als Reaktion auf einen umfangreichen Kostenschock ihre Preise rascher an, sollte die Inflation nach Abklingen des Schocks wieder zu ihrem trendmäßigen Verlauf zurückkehren, sofern keine anderen preisanpassungsrelevanten Faktoren zum Tragen kommen. Auch die Preissetzungsentscheidungen der Unternehmen sollten wieder ähnlich wie vor dem Schock ausfallen. Dementsprechend dürfte sich auch die Häufigkeit von Preisänderungen wieder dem vor dem Schock verzeichneten Niveau annähern. Um diese theoretische Prognose zu untermauern, werden in Kasten 1, Kasten 2 und Kasten 3 Befunde aus verschiedenen Quellen vorgelegt. Diese zeigen, dass sich die Preisänderungsfrequenz 2023 im Einklang mit der Entwicklung der Inflationsrate erheblich verringert hat und die Werte nun allmählich wieder dem Vorpandemieniveau entsprechen.²⁰

Von politischen Institutionen verwendete makroökonomische Standardmodelle sehen in der Regel keine Änderungen bei der Häufigkeit von Preisanpassungen vor. Damit berücksichtigen sie möglicherweise keine Nichtlinearitäten, die auftreten, wenn die Inflation hoch und die Schocks groß sind. Standardmodelle erfassen den Preisanpassungsmechanismus über ein zeitabhängiges Preissetzungsmodell, bei dem die Häufigkeit von Preisanpassungen konstant ist. Zeitabhängige Preissetzungsmodelle bieten gute Näherungswerte, wenn die Teuerung stabil ist und die gesamtwirtschaftlichen Schocks zugleich gering ausfallen.²¹ Allerdings lässt sich bei der Häufigkeit von Preisanpassungen in diesen Modellen nicht die Zustandsabhängigkeit abbilden. Das bedeutet, dass sie ganz sicher die nichtlinearen Effekte unberücksichtigt lassen, die sich aus den umfangreichen Schocks (welche vermutlich mit dem jüngsten Inflationsanstieg in Zusammenhang stehen) ergeben. Dieses Merkmal der makroökonomischen Standardmodelle schmälert nicht zwangsläufig ihren Nutzen als Grundlage für politische Entscheidungen etwa im Zusammenhang mit Wirtschaftsprojektionen. Das gilt aber nur, sofern sie durch ermessensbasierte Anpassungen ergänzt werden, die derartige Nichtlinearitäten berücksichtigen (beispielsweise durch eine potenzielle Neuausrichtung der Parameter, die für die Preissetzung maßgeblich sind).

²⁰ Zustandsabhängige Modelle zeigen an, dass Nichtlinearitäten dem Vorzeichen des Schocks entsprechend symmetrisch sind. So gibt es Hinweise darauf, dass die Preisänderungsfrequenz durch kleine deflationär wirkende Schocks anscheinend ebenso wenig beeinflusst wird wie durch kleine inflationäre Schocks. Allerdings gibt es keine vergleichbaren Belege für große deflationäre Schocks.

²¹ Siehe A. Auclert, R. Rigato, M. Rognlie und L. Straub, *New Pricing Models, Same Old Phillips Curves?*, *Quarterly Journal of Economics*, Bd. 139, Nr. 1, 2024, S. 121-186.

Kasten 3

Preissetzung während und nach der Hochinflationsphase: Evidenz aus einer Umfrage unter Großunternehmen

Friderike Kuik, Richard Morris und Octavia Zahrt

Im vorliegenden Kasten werden die Ergebnisse einer kurzen Ad-hoc-Umfrage der EZB unter führenden Unternehmen des Euroraums zu deren Preissetzungsverhalten während und nach der jüngsten Hochinflationsphase zusammengefasst.²² Es handelte sich dabei um eine Befragung aus dem Jahr 2019, die zum Teil aktualisiert wurde.²³ Zur aktuellen Umfrage gingen 66 Antworten ein.

Wie in Abschnitt 4 erörtert, basiert die Entscheidung eines Unternehmens, wann und wie stark es die Preise anpasst, laut Theorie auf einer Abwägung zwischen den Kosten einer Preisanpassung und den Kosten einer Beibehaltung der unveränderten, jedoch inkongruenten Preise. Abhängig ist dies davon, wie sehr die Kosten der Unternehmen schwanken, und auch davon, ob die Firmen veränderte Kosten als Funktion der Marktmacht, der Nachfragebedingungen und der Preise der Wettbewerber weitergeben können. Es dürfte daher zu erwarten sein, dass die Unternehmen ihre Preise angesichts der erheblichen Kostensteigerungen während der jüngsten Hochinflationsphase häufiger überprüft und geändert haben. Zugleich sollte sich das Preissetzungsverhalten im Einklang mit der rückläufigen Teuerung wieder normalisieren. Die Umfrage untersucht, ob dies tatsächlich der Fall ist, und zeigt auf, welche Bedeutung die Unternehmen in der Praxis verschiedenen Faktoren beimessen, wenn sie ihre Preise festlegen.

Aus den Antworten geht hervor, dass die Unternehmen im Durchschnitt die Aufrechterhaltung ihrer Gewinnmargen, die Nachfrage nach ihren Produkten oder Dienstleistungen, die Vorleistungskosten – insbesondere die nicht arbeitsbezogenen Kosten –, die Preise der Wettbewerber im Euroraum und weltweit sowie den Anstieg der Verbraucherpreise als wichtige Faktoren für ihre Preissetzungsentscheidungen im Jahr 2023 erachteten (siehe Abbildung A). Die Finanzierungskosten wurden als weniger wichtig angesehen. Soweit die Antwortmöglichkeiten in den beiden Umfragen dieselben waren, fielen die Antworten auf die Frage, was für die Preissetzung von Bedeutung war, sehr ähnlich wie in der Umfrage 2019 aus.²⁴ Für das Jahr 2024 rechneten die Befragten im Schnitt damit, dass die Aufrechterhaltung ihrer Gewinnmargen sowie die Nachfrage nach ihren Produkten oder Dienstleistungen an Bedeutung gewinnen würden. Das Gleiche gilt, wenn auch in geringerem Umfang, für die Preise der Wettbewerber und die Arbeitskosten. Der Anstieg der Verbraucherpreise und die Finanzierungskosten verlören indes an Bedeutung.

²² Die Umfrage wurde im Rahmen des regelmäßigen Dialogs der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen durchgeführt. Siehe auch EZB, [Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen](#), Wirtschaftsbericht 1/2021.

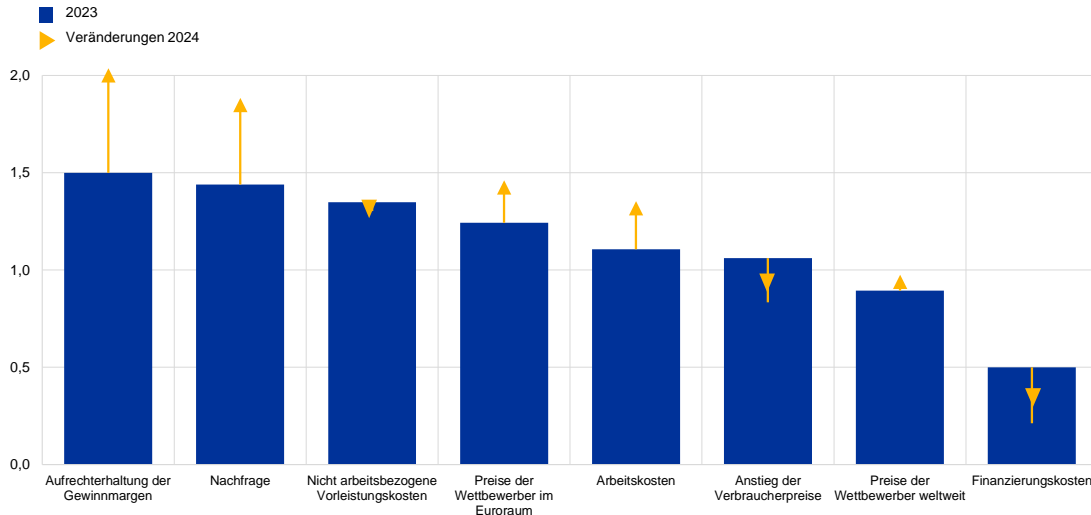
²³ Siehe EZB, [Ergebnisse einer Umfrage zum Preissetzungsverhalten großer Unternehmen](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 7/2019. Die Stichprobe der Unternehmen, die an beiden Umfragen teilgenommen haben, unterschied sich zwar, es gab aber Überschneidungen. So waren 32 Firmen beteiligt, die sowohl an der Befragung 2019 als auch an der aktuellsten Befragung teilnahmen. Auch wenn nur die Teilstichprobe der an beiden Befragungen teilnehmenden Unternehmen analysiert wird, bleiben sämtliche Ergebnisse konsistent.

²⁴ Im Jahr 2019 zählten die Preise der Wettbewerber, die Kosten (nicht arbeitsbezogene Kosten und Arbeitskosten) sowie die Nachfrage zu den wichtigsten Faktoren, die die Firmen bei der Preissetzung berücksichtigten. Die Aufrechterhaltung der Gewinnmargen und der Anstieg der Verbraucherpreise waren 2019 keine Antwortoptionen.

Abbildung A

Relevante Faktoren für die Preissetzungsentscheidungen der Unternehmen

(Durchschnittswerte der Antworten 2023: 0 = nicht wichtig, 1 = wichtig, 2 = sehr wichtig; Veränderungen 2024: 1 = wichtiger, -1 = weniger wichtig)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Basierend auf 63 bis 65 Antworten je nach Antwortmöglichkeit.

Die Antworten der Unternehmen lassen darauf schließen, dass die Häufigkeit von Preisüberprüfungen und -änderungen 2023 ein erhöhtes Niveau aufwies. Preisüberprüfungen dürften auch 2024 häufiger stattfinden, während die Frequenz von Preisänderungen etwas abnehmen sollte (siehe Abbildung B und Abbildung C). Im Vergleich zur Umfrage von 2019 war die größte Veränderung im Jahr 2023 der massive Rückgang des Anteils der Unternehmen, die ihren Angaben nach die Preise nur einmal im Jahr überprüfen, auf ein nunmehr vernachlässigbares Niveau. Und auch der Anteil derjenigen, die ihre Preise nur einmal im Jahr ändern, war stark rückläufig. Im Gegenzug stieg der Anteil der Unternehmen, die die Preise halbjährlich, vierteljährlich oder monatlich überprüfen und ändern entsprechend an. Die Unternehmen gingen zudem tendenziell dazu über, Preisüberprüfungen regelmäßig statt wie zuvor unregelmäßig durchzuführen. Für 2024 signalisierten nur wenige Firmen, dass sie ihr Überprüfungsverhalten ändern würden. Keine klare Tendenz zeigte sich bei der Frage, ob sie die Preise dann öfter oder seltener überprüfen wollten. Dagegen berichtete eine etwas größere Anzahl an Unternehmen, dass sich ihre Erwartungen hinsichtlich der Häufigkeit von Preisanpassungen geändert hätten. Nahezu alle von ihnen wollten die Preise seltener ändern und gaben zumeist einen Wechsel von halbjährlichen oder vierteljährlichen Preisänderungen (zurück) zu jährlichen Änderungen an. Insgesamt deuten die Antworten darauf hin, dass die Preise 2024 im Schnitt immer noch häufiger angepasst werden als 2019.

Die Unternehmen gehen davon aus, dass die Verkaufspreise 2024 langsamer steigen werden als die Vorleistungskosten.²⁵ Eine Untergruppe von 24 Unternehmen gab an, dass sich die Verkaufspreise sowie die Vorleistungskosten 2023 erhöht hätten und sie dies auch für 2024 erwarteten. Für 2023 meldeten sie mit knapp 6 % einen jeweils sehr ähnlichen Anstieg der Verkaufspreise und der gesamten Vorleistungskosten. Die Verkaufspreissteigerungen dürften 2024 jedoch durchweg geringer ausfallen als die Zunahme der Vorleistungskosten. Dies deutet darauf hin, dass insbesondere der für 2024 erwartete Anstieg der Arbeitskosten, der etwa doppelt so hoch

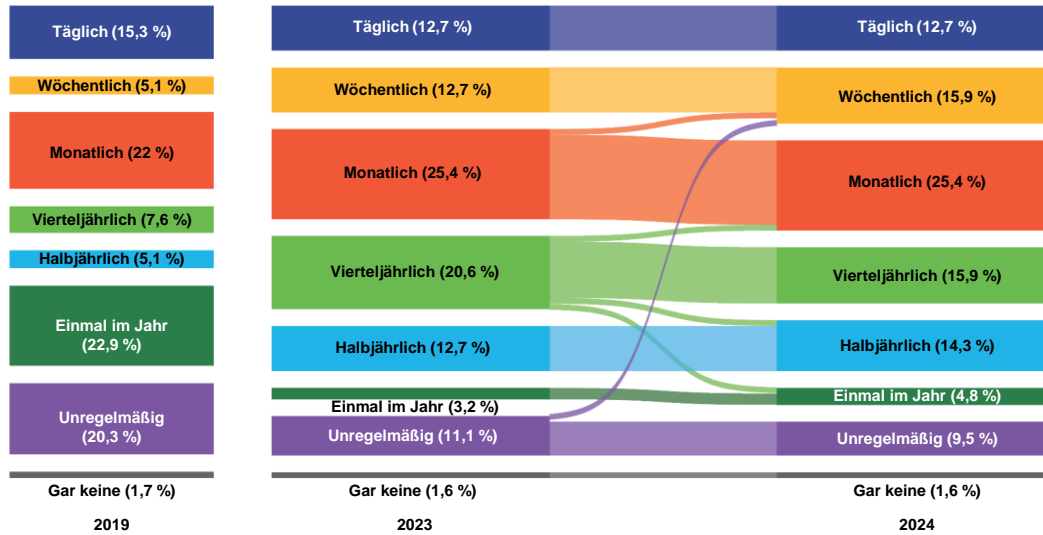
²⁵ Siehe Kasten 5 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

ausfallen dürfte wie bei den nicht arbeitsbezogenen Kosten, bis zu einem gewissen Grad durch die Gewinnmargen abgedeckt werden könnte.

Abbildung B

Häufigkeit von Preisüberprüfungen in den Jahren 2019, 2023 und 2024

(in % der Antworten)



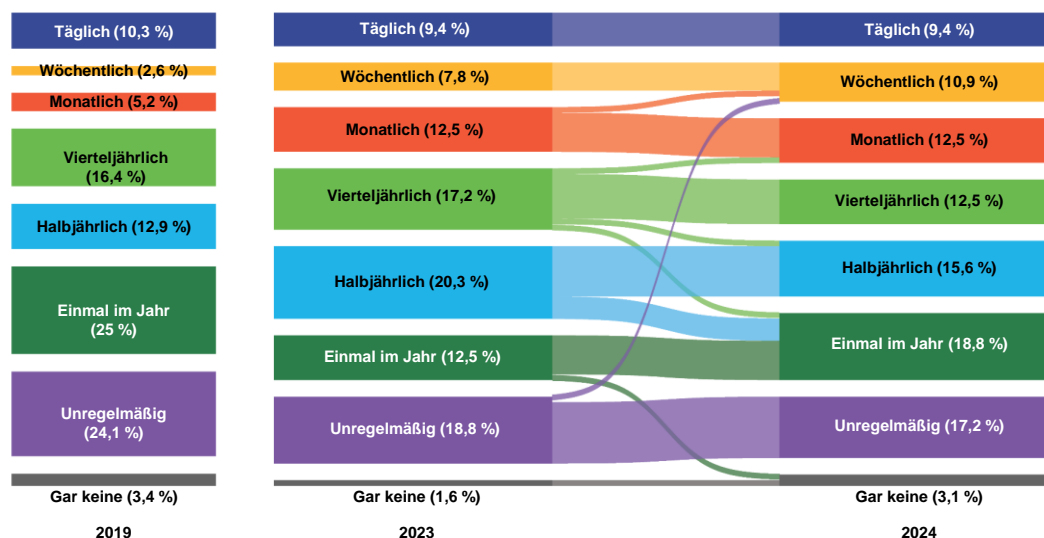
Quelle: EZB.

Anmerkung: Dargestellt sind die Veränderungen der Häufigkeit von Preisüberprüfungen zwischen 2023 und 2024 (als Flussdiagramm). Die Antwortmöglichkeiten in der Umfrage von 2019 weichen geringfügig von den nachfolgenden Umfragen ab. Daher wurden die Antwortmöglichkeiten „alle 1-3 Jahre“ und „seltener als alle 3 Jahre“ aus der Umfrage von 2019 in der Umfrage von 2024 den Antwortmöglichkeiten „Einmal im Jahr“ und „Gar keine“ zugeordnet, da in der Befragung aus dem Jahr 2024 lediglich Angaben zu Veränderungen im vorangegangenen/kommenden Jahr gemacht werden sollten.

Abbildung C

Häufigkeit von Preisänderungen in den Jahren 2019, 2023 und 2024

(in % der Antworten)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Dargestellt sind die Veränderungen der Häufigkeit von Preisänderungen zwischen 2023 und 2024 (als Flussdiagramm). Die Antwortmöglichkeiten in der Umfrage von 2019 weichen geringfügig von den nachfolgenden Umfragen ab. Daher wurden die Antwortmöglichkeiten „alle 1-3 Jahre“ und „seltener als alle 3 Jahre“ aus der Umfrage von 2019 in der Umfrage von 2024 den Antwortmöglichkeiten „Einmal im Jahr“ und „Gar keine“ zugeordnet, da in der Befragung aus dem Jahr 2024 lediglich Angaben zu Veränderungen im vorangegangenen/kommenden Jahr gemacht werden sollten.

5 Schlussbemerkungen

Das Forschungsnetzwerk PRISMA hat wichtige empirische Nachweise zu nominalen Rigiditäten im Euroraum anhand von Mikrodaten zusammengetragen. Diese belegen die Zustandsabhängigkeit der Preissetzung, die selbst in Zeiten niedriger und stabiler Inflationsraten gegeben ist. In einem von hohen Inflationsraten geprägten Umfeld mit großen Schocks sind die empirischen Implikationen einer zustandsabhängigen Preissetzung für die Inflationsentwicklung und die Transmission der Geldpolitik sogar noch stärker ausgeprägt.

Bei großen Inflationsschocks treten Preisänderungen häufiger auf, was wiederum die Inflationsdynamik verstärkt und beschleunigt. Je nach Persistenz der zugrunde liegenden Kostenschocks erhöht sich die Inflation rascher, als wenn die Preisänderungsfrequenz unbeeinflusst geblieben wäre. Zugleich wirken die Schocks rascher auf das aggregierte Preisniveau durch und bewegt sich die Inflation schneller wieder in Richtung des von der Zentralbank angestrebten Zieles.

Sobald die Unternehmen große Kostenschocks über ihre Preise absorbiert haben, impliziert die Zustandsabhängigkeit, dass die Häufigkeit von Preisänderungen zu ihrem langfristigen Normalwert zurückkehrt. Wenn die Preisflexibilität wieder das vor dem Schock geltende Niveau erreicht hat und sofern die Inflation den Erwartungen zufolge nicht erhöht bleibt, könnte ein Rückgang der

gesamtwirtschaftlichen Nachfrage eher die Wirtschaftstätigkeit verlangsamen als die Inflation senken, da weniger Unternehmen mit einer Verringerung der Preise reagieren. Demzufolge sollte – wenn es nicht zu weiteren großen Schocks kommt – die Transmission der Geldpolitik bei sonst gleichen Bedingungen eher den historischen Verlaufsmustern entsprechen, die in der Zeit stabiler Inflationsraten vor der Pandemie herrschten. Für jedwede Änderung des geldpolitischen Kurses, sei sie straffender oder expansiver Natur, sollte daher gelten, dass ihre Auswirkungen auf die Inflation ähnlich zeitverzögert sichtbar werden wie vor der Pandemie.

Statistik

Statistik

Inhaltsverzeichnis

1 Außenwirtschaftliches Umfeld	S 2
2 Konjunktorentwicklung	S 3
3 Preise und Kosten	S 9
4 Finanzmarktentwicklungen	S 13
5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	S 18
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	S 23

Zusätzliche Informationen

Die Statistiken der EZB können im ECB Data Portal abgerufen werden:	https://data.ecb.europa.eu/
Ausführliche Tabellen finden sich im Abschnitt „Publications“ im ECB Data Portal:	https://data.ecb.europa.eu/publications
Methodische Definitionen sowie allgemeine und technische Erläuterungen zu den Statistiktabelle (General Notes, Technical Notes) sind im Abschnitt „Methodology“ im ECB Data Portal enthalten:	https://data.ecb.europa.eu/methodology
Begriffserläuterungen und Abkürzungen finden sich im Statistikglossar der EZB:	www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Abkürzungen und Zeichen

- Daten werden nicht erhoben/Nachweis nicht sinnvoll
- .
- ... Zahlenwert Null oder vernachlässigbar
- (p) vorläufige Zahl

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Nach dem ESVG 2010 umfasst der Begriff „nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften“ auch Personengesellschaften.

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP ¹⁾ (Veränderung gegen Vorperiode in %)						VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)						
	G 20	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	OECD-Länder		Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum ²⁾ (HVPI)
							Insgesamt	Ohne Energie und Nahrungsmittel					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	6,6	5,8	8,7	2,6	8,4	5,9	3,0	4,0	4,7	2,6	-0,2	0,9	2,6
2022	3,2	1,9	4,3	1,0	3,0	3,4	6,8	9,5	8,0	9,1	2,5	2,0	8,4
2023	3,2	2,6	0,1	1,9	5,2	0,4	7,0	6,9	4,1	7,4	3,2	0,2	5,4
2023 Q2	0,7	0,5	0,0	1,0	0,6	0,1	7,0	6,6	4,0	8,4	3,3	0,1	6,2
Q3	0,8	1,2	-0,1	-0,8	1,5	-0,1	7,0	6,4	3,5	6,7	3,2	-0,1	5,0
Q4	0,7	0,8	-0,3	0,1	1,0	0,0	6,8	5,9	3,2	4,2	2,9	-0,3	2,7
2024 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	3,2	.	.	.	2,6
2023 Okt.	.	.	.	.	.	.	6,9	6,0	3,2	4,6	3,3	-0,2	2,9
Nov.	.	.	.	.	.	.	6,8	5,8	3,1	3,9	2,8	-0,5	2,4
Dez.	.	.	.	.	.	.	6,7	6,0	3,4	4,0	2,6	-0,3	2,9
2024 Jan.	.	.	.	.	.	.	6,6	5,7	3,1	4,0	2,2	.	2,8
Febr.	.	.	.	.	.	.	6,4	5,7	3,2	3,4	2,8	.	2,6
März	.	.	.	.	.	.	.	.	3,5	.	.	.	2,4

Quellen: Eurostat (Spalte 6, 13), BIZ (Spalte 9, 10, 11, 12) und OECD (Spalte 1, 2, 3, 4, 5, 7, 8).

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt)									Wareneinfuhr ¹⁾		
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex						Globaler Einkaufsmanagerindex ²⁾			Global	Industrieländer	Schwellenländer
	Global ²⁾	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Auftrags-eingänge im Exportgeschäft			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11,3	10,0	12,8
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,6	4,2	0,9
2023	52,0	51,2	51,2	51,8	52,5	49,7	49,8	52,3	47,6	-2,4	-3,8	-0,9
2023 Q2	54,0	53,6	53,9	53,1	53,9	52,3	50,5	54,8	47,6	-0,2	-1,2	0,8
Q3	51,5	50,8	49,3	52,3	51,5	47,5	49,3	51,4	47,0	-0,6	-0,4	-0,8
Q4	51,0	50,8	50,5	50,0	51,4	47,2	49,4	50,9	47,9	1,3	1,1	1,4
2024 Q1	52,6	52,2	52,9	51,3	52,6	49,2	51,1	52,4	49,2	.	.	.
2023 Okt.	50,6	50,7	48,7	50,5	50,0	46,5	48,9	50,4	47,5	0,5	0,6	0,5
Nov.	50,9	50,7	50,7	49,6	51,6	47,6	49,9	50,6	48,1	0,9	1,2	0,6
Dez.	51,6	50,9	52,1	50,0	52,6	47,6	49,4	51,6	48,1	1,3	1,1	1,4
2024 Jan.	52,5	52,0	52,9	51,5	52,5	47,9	50,3	52,3	48,8	0,1	0,2	0,0
Febr.	52,6	52,5	53,0	50,6	52,5	49,2	51,2	52,4	49,3	.	.	.
März	52,6	52,1	52,8	51,7	52,7	50,3	51,9	52,5	49,5	.	.	.

Quellen: S&P Global Market Intelligence (Spalten 1-9), CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis und EZB-Berechnungen (Spalten 10-12).

1) „Global“ und „Industrieländer“ ohne Euroraum. Jahres- und Quartalswerte als Veränderung gegen Vorperiode in %; Monatswerte als Veränderung des Dreimonatsdurchschnitts gegen vorangegangenen Dreimonatsdurchschnitt in %. Alle Daten saisonbereinigt.

2) Ohne Euroraum.

2 Konjunktorentwicklung

2.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag ¹⁾		
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen				Vorrats- veränderungen ²⁾	Zusam- men	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾
					Zusam- men	Bau- investi- tionen	Ausrüstungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)</i>												
2021	12 474,4	11 980,4	6 354,5	2 737,1	2 726,9	1 388,6	761,4	570,3	161,9	494,1	6 172,3	5 678,2
2022	13 507,1	13 265,8	7 069,1	2 900,5	3 017,3	1 560,4	847,4	602,4	279,0	241,2	7 440,0	7 198,8
2023	14 372,5	13 853,5	7 533,4	3 033,8	3 174,4	1 625,5	904,0	637,3	112,0	518,9	7 391,2	6 872,3
2023 Q1	3 540,2	3 408,8	1 855,5	740,1	782,7	405,1	223,2	152,5	30,6	131,4	1 895,5	1 764,1
Q2	3 579,9	3 445,6	1 873,8	753,8	788,3	405,6	225,9	155,0	29,7	134,3	1 858,5	1 724,2
Q3	3 601,8	3 465,4	1 898,5	766,2	793,4	406,7	228,4	156,4	7,3	136,4	1 828,0	1 691,6
Q4	3 650,4	3 527,1	1 908,4	774,5	808,0	408,5	225,5	172,1	36,2	123,2	1 836,8	1 713,6
<i>In % des BIP</i>												
2023	100,0	96,4	52,4	21,1	22,1	11,3	6,3	4,4	0,8	3,6	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2023 Q1	0,0	-0,6	0,1	-0,4	0,3	0,7	1,9	-2,9	-	-	-0,5	-1,6
Q2	0,1	0,7	0,1	0,4	0,2	-0,4	0,4	1,4	-	-	-1,1	-0,1
Q3	-0,1	-0,2	0,3	0,6	0,0	-0,5	0,6	0,4	-	-	-1,2	-1,4
Q4	0,0	0,3	0,1	0,6	1,0	-0,4	-2,3	9,5	-	-	0,0	0,6
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2021	5,9	4,7	4,4	4,2	3,5	5,8	8,1	-6,5	-	-	11,5	9,2
2022	3,4	3,6	4,2	1,6	2,5	1,3	4,5	2,6	-	-	7,2	7,9
2023	0,4	0,2	0,5	0,7	1,1	-0,9	3,2	3,4	-	-	-1,1	-1,6
2023 Q1	1,3	0,7	1,3	0,0	2,0	-0,6	5,8	3,5	-	-	2,6	1,5
Q2	0,6	0,7	0,6	0,5	1,7	-0,6	5,2	2,5	-	-	-0,5	-0,4
Q3	0,1	-0,4	-0,3	1,2	0,4	-0,4	2,4	-0,3	-	-	-3,0	-4,1
Q4	0,1	0,3	0,6	1,2	1,4	-0,7	0,5	8,2	-	-	-2,8	-2,5
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2023 Q1	0,0	-0,5	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,6	0,6	-	-
Q2	0,1	0,7	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,6	-0,6	-	-
Q3	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,4	0,1	-	-
Q4	0,0	0,3	0,0	0,1	0,2	-0,1	-0,2	0,4	-0,1	-0,3	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2021	5,9	4,8	2,4	1,0	0,9	0,7	0,5	-0,3	0,6	1,4	-	-
2022	3,4	3,5	2,2	0,3	0,5	0,2	0,3	0,1	0,4	0,0	-	-
2023	0,4	0,2	0,3	0,2	0,3	-0,1	0,2	0,2	-0,5	0,3	-	-
2023 Q1	1,3	0,7	0,7	0,0	0,5	-0,1	0,4	0,2	-0,5	0,6	-	-
Q2	0,6	0,7	0,3	0,1	0,4	-0,1	0,3	0,1	-0,1	-0,1	-	-
Q3	0,1	-0,5	-0,2	0,3	0,1	0,0	0,2	0,0	-0,7	0,6	-	-
Q4	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,4	-0,6	-0,2	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Exporte und Importe umfassen Waren und Dienstleistungen einschließlich des grenzüberschreitenden Handels innerhalb des Euroraums.

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

2 Konjunktorentwicklung

2.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellpreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)</i>												
2021	11 191,4	186,6	2 220,1	594,5	2 021,5	598,5	515,1	1 247,2	1 297,6	2 172,8	337,6	1 283,0
2022	12 165,3	215,4	2 453,1	655,9	2 332,9	632,9	532,5	1 299,5	1 397,2	2 274,3	371,6	1 341,8
2023	13 001,6	221,4	2 627,2	723,3	2 447,0	678,6	611,1	1 411,5	1 491,1	2 391,1	399,4	1 370,8
2023 Q1	3 200,5	57,2	660,6	178,1	604,9	164,1	147,4	343,8	364,3	582,8	97,4	339,7
Q2	3 243,7	55,5	662,0	180,1	612,5	169,2	152,1	349,7	372,0	591,6	99,0	336,1
Q3	3 255,7	54,7	653,0	181,8	611,5	170,9	155,3	353,1	374,5	600,6	100,2	346,2
Q4	3 297,4	53,8	661,7	184,1	618,6	173,0	155,9	359,0	381,3	609,2	100,7	352,9
<i>In % der Wertschöpfung</i>												
2023	100,0	1,7	20,2	5,6	18,8	5,2	4,7	10,9	11,5	18,4	3,1	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2023 Q1	0,1	0,9	-1,5	1,9	0,1	0,9	-0,3	0,9	0,1	0,3	2,1	-0,5
Q2	0,1	-0,2	-0,2	-0,5	0,1	1,4	0,6	-0,1	0,5	0,1	0,7	0,1
Q3	-0,1	-1,2	-1,0	0,0	0,0	0,8	0,1	0,2	0,0	0,1	1,7	0,0
Q4	0,0	0,8	-0,4	-0,2	-0,3	0,2	-0,4	0,1	0,4	0,6	-1,4	-0,3
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2021	5,8	1,1	8,8	2,9	7,8	9,3	5,6	1,9	6,6	3,5	4,3	7,2
2022	3,5	-2,4	1,2	1,1	7,7	6,0	0,6	1,8	4,9	1,9	12,1	2,6
2023	0,6	0,4	-1,9	0,6	0,4	4,2	0,5	1,3	1,4	1,1	3,9	-1,2
2023 Q1	1,8	0,7	0,1	0,9	2,5	5,2	0,6	1,7	2,0	1,6	6,6	-2,4
Q2	0,9	1,0	-0,7	0,3	0,2	4,8	0,9	1,2	1,6	1,1	3,3	-1,2
Q3	0,1	-0,3	-2,5	1,2	-0,6	3,6	0,9	1,2	1,1	0,8	3,1	-0,3
Q4	0,1	0,2	-3,1	1,2	-0,1	3,4	0,0	1,1	1,1	1,2	3,1	-0,6
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2023 Q1	0,1	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	-
Q2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q3	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-
Q4	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2021	5,8	0,0	1,8	0,2	1,4	0,5	0,3	0,2	0,8	0,7	0,1	-
2022	3,5	0,0	0,2	0,1	1,4	0,3	0,0	0,2	0,6	0,4	0,4	-
2023	0,6	0,0	-0,4	0,0	0,1	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	-
2023 Q1	1,8	0,0	0,0	0,0	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	-
Q2	0,9	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	-
Q3	0,1	0,0	-0,5	0,1	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-
Q4	0,1	0,0	-0,6	0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

2 Konjunktorentwicklung

2.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Zahl der Erwerbstätigen													
<i>Gewichte in %</i>													
2021	100,0	86,1	13,9	3,0	14,4	6,3	24,1	3,1	2,4	1,0	14,0	25,0	6,6
2022	100,0	86,2	13,8	2,9	14,2	6,4	24,4	3,2	2,3	1,0	14,1	24,8	6,5
2023	100,0	86,3	13,7	2,8	14,2	6,4	24,5	3,3	2,3	1,0	14,1	24,8	6,5
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2021	1,4	1,6	0,4	0,2	0,0	3,2	0,3	4,5	0,6	0,4	2,9	2,1	0,9
2022	2,3	2,4	1,3	-0,8	1,2	3,2	3,4	5,8	0,0	2,8	3,0	1,6	1,5
2023	1,4	1,5	1,1	-1,3	0,9	1,5	1,9	3,5	1,0	1,6	1,6	1,4	0,9
2023 Q1	1,7	1,8	1,2	-1,3	1,3	1,8	2,3	4,9	1,1	2,3	2,0	1,4	1,1
Q2	1,4	1,5	0,9	-2,2	1,1	1,0	1,9	4,0	1,0	2,2	1,9	1,4	0,7
Q3	1,4	1,4	0,9	-1,0	0,8	1,4	2,0	2,4	1,1	0,8	1,4	1,5	0,4
Q4	1,2	1,2	1,3	-0,6	0,4	1,8	1,3	2,7	0,7	1,2	1,2	1,5	1,1
Geleistete Arbeitsstunden													
<i>Gewichte in %</i>													
2021	100,0	81,8	18,2	4,1	15,0	7,3	24,3	3,4	2,5	1,1	14,0	22,6	5,8
2022	100,0	81,9	18,1	3,9	14,6	7,3	25,2	3,5	2,4	1,1	14,1	22,0	5,9
2023	100,0	82,1	17,9	3,8	14,5	7,3	25,3	3,5	2,4	1,1	14,1	22,1	5,9
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2021	5,9	5,7	6,7	1,1	5,1	9,8	6,8	7,9	3,0	5,9	8,2	3,9	6,5
2022	3,4	3,5	3,0	-1,2	1,0	3,3	7,6	5,9	-0,2	4,6	4,0	0,6	5,7
2023	1,3	1,5	0,4	-1,5	0,6	1,2	1,6	3,0	0,6	1,1	1,6	1,5	1,4
2023 Q1	2,1	2,4	0,5	-0,6	1,7	1,7	3,0	4,6	1,0	1,8	2,3	1,5	2,5
Q2	1,6	1,8	0,8	-2,5	1,3	1,2	1,8	4,2	1,3	1,8	2,2	1,8	1,7
Q3	1,4	1,6	0,7	-1,2	0,6	1,4	1,8	1,9	1,0	1,1	1,6	1,8	1,5
Q4	1,3	1,4	0,6	-0,6	0,5	2,1	1,1	3,0	0,4	0,8	1,4	1,8	1,0
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2021	4,4	4,1	6,3	0,9	5,1	6,4	6,4	3,2	2,3	5,4	5,1	1,7	5,6
2022	1,1	1,1	1,7	-0,5	-0,2	0,1	4,1	0,1	-0,2	1,8	1,0	-1,0	4,2
2023	-0,2	0,0	-0,7	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,5	-0,4	-0,5	0,0	0,0	0,6
2023 Q1	0,4	0,6	-0,6	0,7	0,4	-0,1	0,7	-0,3	-0,1	-0,4	0,3	0,1	1,3
Q2	0,2	0,3	-0,2	-0,3	0,2	0,2	-0,1	0,2	0,3	-0,5	0,3	0,5	1,0
Q3	0,0	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,5	-0,1	0,3	0,2	0,3	1,1
Q4	0,0	0,2	-0,7	-0,1	0,1	0,3	-0,2	0,3	-0,3	-0,4	0,2	0,2	-0,1

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

2 Konjunktorentwicklung

2.4 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen (soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio.	Unter- beschäfti- gung in % der Erwerbs- personen	Arbeitslosigkeit ¹⁾											Vakanz- quote ³⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ²⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Er- werbs- perso- nen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2020)			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2021	165,007	3,4	12,782	7,7	3,2	10,297	6,9	2,485	16,9	6,511	7,4	6,271	8,1	2,4
2022	167,790	3,1	11,339	6,8	2,7	9,079	6,0	2,259	14,6	5,685	6,4	5,654	7,2	3,1
2023	169,982	2,9	11,104	6,5	2,3	8,815	5,7	2,289	14,4	5,593	6,2	5,511	6,9	2,9
2023 Q1	169,398	3,0	11,141	6,6	2,5	8,922	5,8	2,219	14,0	5,600	6,2	5,541	7,0	3,1
Q2	169,835	2,9	11,036	6,5	2,3	8,765	5,7	2,272	14,3	5,547	6,2	5,489	6,9	3,0
Q3	169,974	2,9	11,136	6,6	2,3	8,829	5,7	2,307	14,5	5,622	6,2	5,515	6,9	2,9
Q4	170,720	2,9	11,102	6,5	2,3	8,743	5,7	2,358	14,8	5,602	6,2	5,500	6,9	2,7
2023 Sept.	-	-	11,143	6,5	-	8,796	5,7	2,346	14,7	5,624	6,2	5,518	6,9	-
Okt.	-	-	11,180	6,6	-	8,784	5,7	2,396	15,0	5,626	6,2	5,553	6,9	-
Nov.	-	-	11,129	6,5	-	8,808	5,7	2,321	14,6	5,637	6,2	5,492	6,9	-
Dez.	-	-	11,094	6,5	-	8,768	5,7	2,325	14,6	5,584	6,2	5,510	6,9	-
2024 Jan.	-	-	11,085	6,5	-	8,762	5,6	2,323	14,6	5,556	6,1	5,529	6,9	-
Febr.	-	-	11,102	6,5	-	8,783	5,7	2,319	14,6	5,532	6,1	5,569	6,9	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Wurden noch keine Daten aus der jährlichen und vierteljährlichen Arbeitskräfteerhebung veröffentlicht, werden die Jahres- und Quartalswerte als einfacher Durchschnitt der Monatswerte ermittelt. Infolge der Umsetzung der Verordnung über die integrierte europäische Sozialstatistik kommt es im ersten Quartal 2021 zu einem Zeitreihenbruch. Bei der Einführung der neuen integrierten Haushaltsbefragungen in Deutschland, die auch die Arbeitskräfteerhebung beinhalten, traten technische Probleme auf. Daher umfassen die Angaben für den Euroraum ab dem ersten Quartal 2020 Daten aus Deutschland, die keine direkte Schätzung der Mikrodaten aus der Arbeitskräfteerhebung sind. Vielmehr basieren diese Daten auf einer größeren Stichprobe, die auch Daten aus den anderen integrierten Haushaltsbefragungen enthält.

2) Nicht saisonbereinigt.

3) Die Vakanzquote entspricht der Zahl der offenen Stellen in Relation zur Summe aus besetzten und offenen Stellen. Die Daten sind nicht saisonbereinigt und umfassen die Wirtschaftszweige Industrie, Baugewerbe und Dienstleistungen (ohne private Haushalte mit Hauspersonal und extraterritoriale Organisationen und Körperschaften).

2.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe						Produktion im Bau- gewerbe	Einzelhandelsumsätze				Produktion im Dienst- leistungs- sektor ¹⁾	Pkw- Neuzulas- sungen
	Insgesamt		Hauptgruppen					Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Kraft- stoffe		
	Ins- gesamt	Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- tungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2021)	100,0	88,7	32,4	33,2	22,5	11,9	100,0	100,0	38,1	54,4	7,5	100,0	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2021	8,8	9,7	9,6	9,4	8,0	0,7	5,4	5,3	1,0	8,3	9,0	8,0	-2,9
2022	2,1	2,8	-1,9	4,9	6,3	-2,9	2,9	0,9	-2,8	3,1	4,5	10,1	-4,3
2023	-2,3	-1,8	-5,3	2,2	-2,0	-5,6	1,5	-2,0	-2,7	-1,1	-1,8	2,9	14,5
2023 Q1	0,7	1,7	-5,5	7,6	5,1	-5,9	1,5	-3,0	-5,2	-1,4	2,3	5,0	18,3
Q2	-1,0	-0,1	-6,0	7,2	-1,8	-8,4	1,5	-2,2	-3,3	-1,2	-0,9	3,1	22,6
Q3	-4,9	-4,5	-5,2	-2,6	-3,6	-7,5	1,7	-2,3	-1,9	-1,6	-3,9	2,1	15,4
Q4	-4,0	-4,3	-4,4	-2,5	-7,0	-0,7	1,2	-0,8	-0,5	-0,1	-4,0	1,8	4,2
2023 Sept.	-6,9	-6,6	-4,8	-6,2	-6,2	-7,6	1,5	-3,4	-1,1	-4,1	.	1,4	12,2
Okt.	-6,3	-6,6	-4,3	-6,4	-8,3	-1,2	0,5	-1,2	-1,0	-0,3	.	2,1	7,8
Nov.	-5,3	-5,9	-5,4	-4,7	-7,3	0,8	0,0	-0,6	-0,5	0,3	.	1,4	5,3
Dez.	0,2	0,3	-3,4	4,8	-5,2	-1,6	2,8	-0,6	-0,1	-0,2	.	1,8	-0,3
2024 Jan.	-6,7	-7,7	-2,5	-12,1	-3,7	0,3	0,8	-0,9	-1,3	-0,7	.	4,5	7,1
Febr.	.	.	.	.	.	.	.	-0,7	-1,4	-0,1	.	.	5,1
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2023 Sept.	-0,6	-0,2	0,0	0,2	-0,9	-1,6	0,2	0,0	0,6	-0,7	.	-0,2	-0,6
Okt.	-0,5	-0,4	-0,5	-0,9	-1,6	1,0	-0,7	0,3	-0,6	0,9	.	0,1	-2,3
Nov.	0,4	0,3	-0,7	0,5	1,2	2,3	-0,1	0,5	-0,1	0,4	.	-0,2	0,8
Dez.	1,6	5,9	-1,4	11,3	0,5	0,8	0,5	-0,6	-0,6	-0,9	.	-0,1	-1,1
2024 Jan.	-3,2	-6,8	2,6	-14,5	0,2	0,5	0,5	0,0	0,3	0,4	.	1,5	-0,9
Febr.	.	.	.	.	.	.	.	-0,5	-0,4	-0,2	.	.	0,9

Quellen: Eurostat, EZB-Berechnungen und European Automobile Manufacturers Association (Spalte 13).

1) Ohne Handels- und Finanzdienstleistungen.

2 Konjunktorentwicklung

2.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)							Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)				
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verarbeitenden Gewerbe	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor	Zusammengesetzter EMI für die Produktion
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2020	99,5	-4,3	80,1	-11,1	-12,5	-6,6	6,4	.	-	-	-	-
2021	111,2	9,6	80,9	-7,5	4,1	-1,5	8,5	87,1	-	-	-	-
2022	102,1	5,0	82,4	-21,9	5,2	-3,5	9,2	89,7	-	-	-	-
2023	96,4	-5,6	80,9	-17,4	-2,0	-4,0	6,7	90,3	45,0	45,8	51,2	49,7
2023 Q2	97,1	-4,9	81,4	-17,0	-0,5	-3,8	7,2	90,1	44,7	46,4	54,5	52,3
Q3	94,2	-9,0	80,7	-16,3	-4,7	-4,6	5,0	90,3	43,2	43,1	49,2	47,5
Q4	94,9	-9,0	79,9	-16,7	-4,2	-6,5	6,2	90,4	43,9	44,0	48,4	47,2
2024 Q1	96,0	-9,1	79,4	-15,5	-5,2	-6,0	6,9	89,9	46,4	46,7	50,0	49,2
2023 Okt.	93,9	-8,9	79,9	-17,9	-5,1	-7,1	5,2	90,4	43,1	43,1	47,8	46,5
Nov.	94,2	-9,2	.	-16,9	-4,1	-6,9	5,4	.	44,2	44,6	48,7	47,6
Dez.	96,5	-8,9	.	-15,1	-3,5	-5,4	8,1	.	44,4	44,4	48,8	47,6
2024 Jan.	96,1	-9,2	79,4	-16,1	-4,6	-5,6	8,4	89,9	46,6	46,6	48,4	47,9
Febr.	95,5	-9,4	.	-15,5	-5,5	-6,6	6,0	.	46,5	46,6	50,2	49,2
März	96,3	-8,8	.	-14,9	-5,6	-5,7	6,3	.	46,1	47,1	51,5	50,3

Quellen: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen) (Spalten 1-8) und S&P Global Market Intelligence (Spalten 9-12).

2.7 Zusammengefasste Konten für private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (soweit nicht anders angegeben, in jeweiligen Preisen; nicht saisonbereinigt)

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto)	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen ²⁾	Immobilienvermögen	Gewinnquote ³⁾	Sparquote (brutto)	Schuldenquote ⁴⁾	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens ¹⁾	Veränderung gegen Vorjahr in %						In % der Bruttowertschöpfung	In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021	17,5	95,1	2,0	3,7	19,1	8,7	8,8	35,8	8,2	76,1	5,5	9,8	3,5
2022	13,7	92,7	-0,2	2,5	12,8	2,1	7,9	35,7	5,2	71,7	3,1	9,1	1,9
2023	14,3	86,9	1,2	1,9	3,2	1,2	-1,9	34,3	5,3	67,6	1,4	2,7	0,6
2023 Q1	13,5	90,8	1,3	2,3	7,1	2,0	4,2	35,4	5,5	69,7	2,5	1,1	1,4
Q2	13,8	89,2	1,3	2,0	2,3	2,2	1,1	35,3	5,4	68,7	1,6	19,8	0,8
Q3	14,0	88,0	0,4	1,8	1,3	1,1	-0,7	35,0	5,3	67,8	1,4	-11,4	0,5
Q4	14,3	86,9	1,9	1,9	2,3	1,2	-1,9	34,3	5,3	67,6	1,4	5,3	0,6

Quellen: EZB und Eurostat.

1) Auf Basis der über vier Quartale kumulierten Summen aus Ersparnis, Verschuldung und verfügbarem Bruttoeinkommen (bereinigt um die Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche).

2) Geldvermögen (nach Abzug der Verbindlichkeiten) und Sachvermögen. Letzteres besteht vor allem aus Immobilienvermögen (Wohnimmobilien sowie Grund und Boden). Ferner zählt hierzu auch das Sachvermögen von Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit, die dem Sektor der privaten Haushalte zugerechnet werden.

3) Die Gewinnquote ergibt sich aus der Division des Bruttounternehmensgewinns (der im Großen und Ganzen dem Cashflow entspricht) durch die Bruttowertschöpfung.

4) Auf Basis der ausstehenden Kredite, Schuldverschreibungen, Handelskredite und Verbindlichkeiten aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen.

2 Konjunktorentwicklung

2.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz

(in Mrd. €; soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt; Transaktionen)

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2023 Q1	1 379,6	1 351,7	27,9	735,6	690,5	321,7	300,2	279,7	283,8	42,5	77,2	36,7	33,8
Q2	1 401,7	1 342,2	59,5	725,2	667,1	327,2	294,0	305,1	295,0	44,3	86,1	25,8	22,9
Q3	1 414,6	1 339,8	74,8	722,9	645,1	329,1	295,4	320,3	313,1	42,4	86,2	29,1	18,5
Q4	1 384,2	1 311,9	72,3	710,3	645,0	328,0	295,0	299,6	284,8	46,3	87,2	61,6	40,6
2023 Aug.	471,9	447,8	24,1	241,6	214,4	109,3	98,4	107,0	106,5	14,1	28,5	8,1	5,6
Sept.	473,2	449,5	23,7	241,7	214,3	109,9	99,9	107,2	106,6	14,3	28,7	13,5	5,0
Okt.	457,1	440,1	17,0	230,1	217,8	109,7	98,4	102,7	94,5	14,6	29,5	10,7	9,6
Nov.	462,4	439,0	23,4	239,8	213,3	108,6	99,3	99,1	97,7	15,0	28,8	9,3	7,5
Dez.	464,7	432,8	31,9	240,4	213,8	109,8	97,3	97,8	92,6	16,8	29,0	41,6	23,5
2024 Jan.	478,2	438,9	39,4	247,9	201,2	112,4	107,5	103,9	106,7	14,0	23,5	4,6	7,3
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2024 Jan.	5 601,0	5 332,3	268,7	2 899,9	2 610,5	1 311,2	1 194,2	1 214,8	1 192,1	175,0	335,5	145,6	108,0
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2024 Jan.	39,0	37,1	1,9	20,2	18,2	9,1	8,3	8,5	8,3	1,2	2,3	1,0	0,8

1) Nicht saisonbereinigt.

2.9 Außenhandel des Euroraums (Warenverkehr)¹⁾, Werte und Volumen nach Warengruppen²⁾

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Insgesamt				Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Insgesamt				Nachrichtlich:	
			Ins-gesamt	Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Ins-gesamt	Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<i>Werte (in Mrd. €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2023 Q1	8,8	1,0	722,8	347,3	138,9	224,2	596,6	733,0	432,0	115,1	162,8	506,4	78,5
Q2	-1,7	-13,6	708,5	332,0	144,0	216,8	591,9	707,5	412,3	113,7	164,7	504,1	74,2
Q3	-5,3	-22,2	702,4	332,1	141,8	214,6	584,3	676,5	390,1	111,4	158,1	486,6	82,5
Q4	-5,1	-16,9	706,2	334,1	142,6	214,3	584,9	665,8	380,7	106,6	156,7	470,8	81,2
2023 Aug.	-3,7	-24,3	235,9	110,8	49,1	72,1	194,3	224,2	128,8	36,8	52,9	161,7	27,3
Sept.	-9,1	-23,9	233,7	111,9	46,3	71,1	195,2	223,7	129,9	36,7	51,4	160,2	28,6
Okt.	-1,8	-15,5	235,6	111,9	47,6	70,7	196,1	225,1	129,4	36,1	52,9	159,3	29,5
Nov.	-4,6	-16,5	236,6	111,5	48,5	71,6	195,6	221,0	126,9	35,0	51,7	156,1	26,7
Dez.	-8,9	-18,9	234,0	110,7	46,5	72,1	193,2	219,7	124,4	35,4	52,1	155,4	25,0
2024 Jan.	1,3	-16,1	239,0	.	.	.	195,0	210,9	.	.	.	147,3	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2023 Q1	0,8	-1,8	106,4	102,4	107,4	119,0	106,4	117,3	116,4	121,9	117,4	117,9	145,8
Q2	-2,8	-6,5	105,1	100,3	110,5	115,8	105,8	116,2	115,4	123,4	118,9	119,8	160,0
Q3	-3,9	-10,4	104,0	100,4	107,7	112,8	104,4	112,6	111,6	119,5	116,6	117,0	173,2
Q4	-4,1	-9,4	104,0	99,5	106,5	112,9	103,8	110,2	108,7	113,8	115,4	114,1	165,4
2023 Juli	-1,2	-5,3	103,1	99,9	105,9	112,7	103,4	115,4	114,7	121,9	118,7	119,1	169,9
Aug.	-1,7	-11,9	105,2	100,5	112,1	113,8	105,7	111,6	110,2	118,6	117,3	116,7	174,9
Sept.	-8,2	-13,6	103,8	100,8	105,2	111,9	104,1	110,8	110,0	118,2	113,8	115,2	174,9
Okt.	-0,5	-6,5	103,9	100,1	107,2	110,7	104,0	110,8	109,2	117,1	116,0	115,8	163,3
Nov.	-3,1	-9,3	104,4	99,2	107,4	113,5	104,6	109,7	107,8	110,5	114,8	112,7	163,8
Dez.	-8,9	-12,7	103,7	99,1	105,0	114,5	102,7	110,1	109,1	113,8	115,5	113,9	169,2

Quellen: EZB und Eurostat.

1) Differenzen zwischen dem Ausweis des Warenhandels durch die EZB (Tabelle 2.8) und durch Eurostat (Tabelle 2.9) beruhen in erster Linie auf unterschiedlichen Abgrenzungen.
2) Gemäß der Systematik der Güter nach großen Wirtschaftskategorien (Broad Economic Categories).

3 Preise und Kosten

3.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) ²⁾						Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt		Waren	Dienst- leistungen	Insgesamt	Ver- arbeitete Nahrungs- mittel	Unver- arbeitete Nahrungs- mittel	Industrie- erzeugnis- se ohne Energie	Energie (nicht saison- berei- nigt)	Dienst- leistungen	HVPI insgesamt ohne ad- ministrierte Preise	Adminis- trierte Preise
		Ins- gesamt	Insgesamt ohne Energie und Nahrungs- mittel											6	7	8	9	10	11	12	13
Gewichte in % (2021)	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8
2023	123,2	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9
2023 Q2	123,2	6,2	5,5	6,8	5,2	0,6	1,8	0,9	0,6	-4,3	1,2	6,1	6,8
Q3	123,9	5,0	5,1	4,5	5,3	0,9	1,1	1,2	0,6	1,3	0,9	5,0	4,5
Q4	124,1	2,7	3,7	1,7	4,2	0,3	0,7	0,9	0,0	-1,1	0,7	3,0	1,3
2024 Q1	124,4	2,6	3,1	.	4,0	0,7	0,8	-0,2	0,3	0,3	1,1	.	.
2023 Okt.	124,5	2,9	4,2	1,7	4,6	0,1	0,2	0,3	0,0	-1,2	0,3	3,2	0,6
Nov.	123,8	2,4	3,6	1,3	4,0	-0,2	0,1	0,9	0,0	-2,2	0,0	2,5	1,5
Dez.	124,0	2,9	3,4	2,1	4,0	0,0	0,1	0,0	0,2	-1,6	0,3	3,1	1,7
2023 Jan.	123,6	2,8	3,3	1,8	4,0	0,4	0,5	0,3	0,1	1,2	0,4	3,0	1,9
Febr.	124,4	2,6	3,1	1,5	4,0	0,4	0,3	-1,0	0,1	1,5	0,5	2,6	2,5
März	125,3	2,4	2,9	.	4,0	0,1	0,1	-0,3	0,0	-0,3	0,4	.	.

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungs- dienstleistungen		Verkehr	Nachrichten- übermittlung	Freizeitdienst- leistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige
	Zusam- men	Verar- beitete Nahrungs- mittel	Unverar- beitete Nahrungs- mittel	Zusam- men	Industrie- erzeugnisse ohne Energie	Energie	Ins- gesamt	Woh- nungs- mieten				
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
Gewichte in % (2021)	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1
2023	10,9	11,4	9,1	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,2	6,9	4,0
2023 Q2	12,5	13,5	9,5	3,7	5,8	-1,8	3,7	2,7	6,1	0,4	7,5	4,1
Q3	9,8	10,3	7,9	1,7	4,6	-4,6	3,7	2,7	5,7	0,0	7,2	4,2
Q4	6,8	7,1	5,9	-1,1	2,9	-9,8	3,5	2,7	3,2	0,4	5,9	4,0
2024 Q1	4,1	4,4	2,8	.	1,6	-3,9	.	.	.	.	.	.
2023 Okt.	7,4	8,4	4,5	-1,4	3,5	-11,2	3,6	2,8	3,9	0,3	6,4	4,1
Nov.	6,9	7,1	6,3	-1,7	2,9	-11,5	3,5	2,7	2,5	0,2	5,9	4,0
Dez.	6,1	5,9	6,8	-0,1	2,5	-6,7	3,5	2,7	3,3	0,5	5,2	3,8
2024 Jan.	5,6	5,2	6,9	-0,3	2,0	-6,1	3,4	2,8	3,5	-0,3	5,4	3,8
Febr.	3,9	4,5	2,1	0,2	1,6	-3,7	3,4	2,8	3,3	0,0	5,2	3,9
März	2,7	3,6	-0,4	.	1,1	-1,8	.	.	.	.	.	.

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Seit Mai 2016 veröffentlicht die EZB im Zuge einer Überarbeitung des Saisonbereinigungsverfahrens verbesserte saisonbereinigte HVPI-Reihen für den Euroraum (siehe EZB, Kasten 1, Wirtschaftsbericht 3/2016).

3 Preise und Kosten

3.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe ¹⁾										Bauge- werbe ²⁾	Preise für Wohn- immobilien ³⁾	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien ³⁾	
	Insge- samt (Index: 2021 = 100)	Insgesamt			Industrie ohne Baugewerbe und Energie									Energie
		Insge- samt	Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter							
							Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
Gewichte in % (2021)	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7				
2021	100,0	12,2	7,5	6,0	11,0	2,6	2,2	3,4	1,7	30,6	5,8	7,9	0,5	
2022	133,4	33,4	17,2	14,2	19,9	7,2	12,2	16,5	7,0	82,0	12,0	7,1	0,6	
2023	130,5	-2,2	1,8	3,4	-0,4	5,1	8,3	8,4	5,0	-13,3	6,7	-1,1	.	
2023 Q1	136,4	11,1	9,0	9,8	8,8	7,1	14,1	17,5	7,8	11,9	10,7	0,4	-4,9	
Q2	129,0	-0,7	0,6	3,7	-0,7	5,6	9,5	9,6	5,9	-11,3	7,5	-1,6	-9,9	
Q3	128,1	-8,8	-0,5	1,0	-4,0	4,3	6,4	5,5	4,1	-25,1	4,8	-2,2	.	
Q4	128,4	-8,7	-1,3	-0,4	-4,8	3,3	3,7	2,2	2,4	-23,2	4,3	-1,1	.	
2023 Sept.	128,9	-10,4	0,0	0,5	-4,4	4,0	5,5	4,4	3,6	-27,4	-	-	-	
Okt.	129,1	-8,3	-1,5	-0,2	-5,0	3,6	4,3	2,9	2,7	-22,3	-	-	-	
Nov.	128,6	-8,0	-1,5	-0,4	-4,9	3,2	3,6	2,0	2,5	-22,0	-	-	-	
Dez.	127,6	-9,6	-0,9	-0,5	-4,7	3,0	3,1	1,6	2,1	-25,3	-	-	-	
2024 Jan.	126,5	-8,0	-2,0	-1,3	-5,4	2,2	1,8	0,2	1,0	-20,0	-	-	-	
Febr.	125,2	-8,3	-1,5	-1,5	-5,3	2,0	1,3	-0,4	0,7	-21,1	-	-	-	

Quellen: Eurostat, EZB-Berechnungen sowie EZB-Berechnungen auf der Grundlage von MSCI-Daten und nationalen Quellen (Spalte 13).

1) Nur Inlandsabsatz.

2) Baukostenindex für Wohngebäude.

3) Experimentelle Daten auf der Grundlage nicht harmonisierter Quellen (weitere Einzelheiten siehe [hier](#)).

3.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

	BIP-Deflatoren								Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)					
	Insge- samt (saison- berei- nigt; Index: 2015 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung				Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾		Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6	
2021	109,7	2,2	2,9	2,2	1,8	3,9	5,9	7,9	59,8	29,5	21,4	37,1	29,0	22,0	37,0
2022	114,9	4,7	6,9	6,8	4,3	8,0	12,5	17,6	95,0	18,3	28,8	9,6	19,4	27,7	10,9
2023	121,8	6,0	4,3	6,1	3,9	4,1	0,5	-2,9	76,4	-13,0	-11,6	-14,3	-13,8	-12,5	-15,3
2023 Q2	121,2	6,3	4,3	6,8	4,4	4,3	0,3	-3,7	71,6	-18,0	-16,1	-19,9	-18,4	-16,4	-20,8
Q3	122,0	5,9	3,2	5,8	4,0	3,1	-1,9	-7,0	79,8	-13,8	-14,5	-13,0	-14,9	-15,2	-14,5
Q4	123,7	5,3	3,8	3,8	3,0	2,7	-1,4	-4,5	78,5	-9,0	-9,3	-8,8	-10,1	-10,4	-9,6
2024 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	76,5	-3,3	2,1	-8,4	-3,7	0,6	-8,7
2023 Okt.	.	.	.	.	.	.	.	.	86,2	-12,2	-13,9	-10,4	-13,1	-14,3	-11,6
Nov.	.	.	.	.	.	.	.	.	76,9	-8,9	-9,6	-8,1	-10,0	-11,0	-8,8
Dez.	.	.	.	.	.	.	.	.	71,4	-5,8	-3,7	-7,9	-6,8	-5,5	-8,2
2024 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	73,5	-5,3	-0,7	-9,6	-6,3	-3,2	-9,7
Febr.	.	.	.	.	.	.	.	.	77,5	-4,4	0,2	-8,9	-4,3	-0,1	-9,1
März	.	.	.	.	.	.	.	.	78,6	0,0	6,9	-6,6	-0,5	5,2	-7,2

Quellen: Eurostat, EZB-Berechnungen und Bloomberg (Spalte 9).

1) Die Deflatoren für die Exporte und Importe beziehen sich auf Waren und Dienstleistungen und umfassen auch den grenzüberschreitenden Handel innerhalb des Euroraums.

2) Importgewichtet: bezogen auf die durchschnittliche Struktur der Importe im Zeitraum 2009-2011; nach Verwendung gewichtet: bezogen auf die durchschnittliche Struktur der Binnennachfrage im Zeitraum 2009-2011.

3 Preise und Kosten

3.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)					Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden 3 Monate)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Inputpreise		Outputpreise	
	Verarbeiten- des Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleis- tungssektor	Baugewerbe		Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
1999-2020	4,7	5,7	4,0	-3,4	28,9	-	-	-	-
2021	31,7	23,9	10,3	19,7	30,4	-	-	-	-
2022	48,5	52,9	27,4	42,4	71,6	-	-	-	-
2023	9,5	28,5	19,2	13,9	74,5	43,7	64,6	50,0	57,4
2023 Q2	7,1	29,9	18,0	12,4	76,9	41,6	64,3	49,2	58,0
Q3	3,5	22,1	15,3	6,5	73,3	39,1	62,0	45,7	55,5
Q4	3,7	18,8	17,6	9,8	69,5	42,8	62,0	47,5	54,8
2024 Q1	4,7	16,5	17,6	5,0	64,5	44,9	62,3	48,2	56,0
2023 Okt.	4,0	19,7	15,9	8,2	72,6	42,5	62,0	46,4	54,1
Nov.	3,4	18,3	18,0	9,6	68,9	42,7	62,5	47,2	54,5
Dez.	3,6	18,4	18,9	11,6	66,9	43,1	61,6	48,9	55,6
2024 Jan.	4,6	18,5	20,1	9,9	66,1	42,8	62,6	48,6	56,3
Febr.	3,9	16,7	17,3	3,6	65,3	45,5	62,9	48,3	56,6
März	5,6	14,1	15,2	1,4	62,1	46,5	61,5	47,7	55,1

Quellen: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen) und S&P Global Market Intelligence.

3.5 Arbeitskostenindizes

(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Insgesamt (Index: 2020 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste ¹⁾
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2020)	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2021	100,9	0,9	1,1	0,4	0,9	0,9	1,3
2022	105,7	4,8	4,0	7,0	5,0	4,2	2,9
2023	110,4	4,5	4,4	4,9	5,0	3,3	4,5
2023 Q1	102,7	5,2	4,9	6,4	5,8	4,1	4,3
Q2	113,7	4,3	4,4	4,0	4,5	3,8	4,4
Q3	107,4	5,2	5,2	5,0	5,7	3,8	4,7
Q4	117,9	3,3	3,1	4,1	4,2	1,8	4,5

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Experimentelle Daten auf der Grundlage nicht harmonisierter Quellen (weitere Einzelheiten siehe [hier](#)).

3 Preise und Kosten

3.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt (Index: 2015=100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungs- wirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Lohnstückkosten												
2021	110,1	-0,2	1,8	-3,7	5,6	-1,8	1,2	-1,5	5,0	1,1	0,9	-0,1
2022	113,8	3,3	6,7	3,5	6,2	1,9	3,0	2,7	4,9	3,2	3,5	-3,0
2023	120,8	6,2	3,8	8,4	5,5	7,3	4,4	5,0	4,4	6,4	4,3	2,3
2023 Q1	118,8	5,8	4,0	7,0	5,3	6,4	4,5	5,8	4,2	6,9	3,8	0,0
Q2	119,5	6,2	2,5	7,1	5,7	7,7	4,4	4,5	4,8	6,5	4,9	2,9
Q3	121,5	6,5	4,7	9,3	4,9	7,9	4,1	4,4	3,4	6,5	5,0	3,0
Q4	123,0	5,8	3,9	9,3	5,2	6,6	4,3	5,0	5,4	5,2	3,5	3,2
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2021	111,6	4,2	2,7	4,7	5,2	5,5	5,8	3,3	6,6	4,7	2,3	3,3
2022	116,6	4,5	5,0	3,6	4,0	6,2	3,3	3,3	3,9	5,2	3,8	7,1
2023	122,6	5,1	5,6	5,5	4,6	5,7	5,1	4,5	4,1	6,1	4,0	5,5
2023 Q1	120,9	5,4	6,1	5,7	4,3	6,7	4,9	5,2	3,7	6,9	3,9	5,4
Q2	121,6	5,3	5,9	5,2	5,0	5,9	5,3	4,4	3,7	6,2	4,7	5,5
Q3	123,3	5,1	5,5	5,8	4,7	5,1	5,3	4,2	3,7	6,2	4,3	5,8
Q4	124,4	4,6	4,7	5,4	4,6	5,1	5,0	4,2	5,2	5,1	3,2	5,2
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2021	101,4	4,4	0,9	8,8	-0,3	7,5	4,5	4,9	1,5	3,6	1,3	3,4
2022	102,5	1,1	-1,6	0,0	-2,0	4,2	0,2	0,6	-1,0	1,9	0,3	10,4
2023	101,5	-1,0	1,7	-2,7	-0,9	-1,5	0,7	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	3,1
2023 Q1	101,8	-0,4	2,0	-1,2	-0,9	0,3	0,3	-0,6	-0,5	0,0	0,2	5,4
Q2	101,8	-0,8	3,4	-1,8	-0,7	-1,6	0,8	-0,1	-1,0	-0,3	-0,2	2,5
Q3	101,5	-1,2	0,8	-3,3	-0,2	-2,6	1,1	-0,2	0,3	-0,3	-0,7	2,7
Q4	101,2	-1,1	0,8	-3,6	-0,6	-1,4	0,7	-0,7	-0,2	-0,1	-0,3	1,9
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2021	114,1	0,1	0,5	-0,1	-0,5	-0,6	2,7	1,2	2,2	0,1	0,8	-1,5
2022	118,0	3,4	6,3	3,9	4,3	1,7	3,3	3,5	2,7	3,9	4,8	3,7
2023	124,0	5,1	5,3	5,8	4,8	5,8	5,4	4,9	4,6	6,0	3,9	4,7
2023 Q1	121,9	4,8	4,7	5,3	4,1	5,4	5,1	5,3	4,1	6,2	3,7	4,1
Q2	122,5	5,0	6,4	5,0	5,0	6,0	5,1	4,3	4,0	5,8	4,1	4,2
Q3	124,4	5,0	5,1	5,8	4,9	5,3	5,5	4,4	4,6	6,0	4,0	4,3
Q4	125,8	4,4	4,5	5,3	3,6	5,3	4,4	4,4	4,4	4,8	3,0	5,0
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2021	104,7	0,0	0,0	3,5	-6,3	1,0	1,3	2,5	-3,7	-1,5	-0,4	-2,1
2022	104,7	0,0	-1,2	0,2	-2,1	0,1	0,2	0,8	-2,7	0,9	1,3	6,0
2023	103,8	-0,8	1,9	-2,4	-0,6	-1,2	1,1	-0,1	0,1	-0,2	-0,3	2,5
2023 Q1	103,7	-0,7	1,4	-1,6	-0,8	-0,4	0,7	-0,5	-0,1	-0,3	0,1	4,0
Q2	103,6	-1,0	3,6	-1,9	-0,8	-1,5	0,6	-0,3	-0,6	-0,6	-0,7	1,6
Q3	103,5	-1,3	0,9	-3,1	-0,1	-2,4	1,7	-0,1	0,1	-0,5	-1,0	1,6
Q4	103,4	-1,2	0,9	-3,6	-0,9	-1,2	0,4	-0,4	0,2	-0,3	-0,6	2,0

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.1 Geldmarktsätze

(in % p. a.; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Euroraum ¹⁾					Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR) 1	Einmonatsgeld (EURIBOR) 2	Dreimonatsgeld (EURIBOR) 3	Sechsmontatsgeld (EURIBOR) 4	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR) 5	SOFR 6	TONAR 7
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,04	-0,02
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2023 Okt.	3,90	3,86	3,97	4,11	4,16	5,31	-0,02
Nov.	3,90	3,84	3,97	4,06	4,02	5,32	-0,02
Dez.	3,90	3,86	3,93	3,92	3,67	5,33	-0,01
2024 Jan.	3,90	3,87	3,93	3,89	3,61	5,32	-0,01
Febr.	3,91	3,87	3,92	3,90	3,67	5,31	-0,01
März	3,91	3,85	3,92	3,89	3,72	5,31	0,02

Quellen: LSEG und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

4.2 Zinsstrukturkurven

(Stand am Ende des Berichtszeitraums; Sätze in % p. a.; Spreads in Prozentpunkten)

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euroraum ¹⁾					Euroraum ^{1), 2)}	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum ^{1), 2)}			
	3 Monate 1	1 Jahr 2	2 Jahre 3	5 Jahre 4	10 Jahre 5	10 Jahre - 1 Jahr 6	10 Jahre - 1 Jahr 7	10 Jahre - 1 Jahr 8	1 Jahr 9	2 Jahre 10	5 Jahre 11	10 Jahre 12
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64
2023 Okt.	3,82	3,39	2,99	2,68	2,82	-0,56	-0,53	-0,48	2,87	2,41	2,67	3,19
Nov.	3,78	3,26	2,81	2,41	2,53	-0,74	-0,83	-0,72	2,67	2,14	2,33	2,88
Dez.	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64
2024 Jan.	3,81	3,05	2,47	2,05	2,27	-0,79	-0,81	-1,03	2,26	1,67	2,06	2,76
Febr.	3,82	3,33	2,90	2,43	2,48	-0,85	-0,76	-0,46	2,79	2,24	2,20	2,79
März	3,78	3,26	2,80	2,30	2,36	-0,90	-0,83	-0,55	2,68	2,09	2,07	2,70

Quelle: EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) EZB-Berechnungen anhand zugrunde liegender Daten von EuroMTS und Bonitätseinstufungen von Fitch Ratings.

4.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Gesamtindex 1	Euro STOXX 50 2	Grundstoffe 3	Verbrauchernahe Dienstleistungen 4	Konsumgüter 5	Erdöl und Erdgas 6	Finanzsektor 7	Industrie 8	Technologie 9	Versorgungsunternehmen 10	Telekommunikation 11	Gesundheitswesen 12	13	14
2021	448,3	4 023,6	962,9	289,8	183,0	95,4	164,4	819,0	874,3	377,7	279,6	886,3	4 277,6	28 836,5
2022	414,6	3 757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4 098,5	27 257,8
2023	452,0	4 272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4 285,6	30 716,6
2023 Okt.	430,8	4 104,0	922,9	274,1	155,6	123,1	186,7	748,8	810,5	344,5	269,0	775,7	4 269,4	31 381,0
Nov.	448,0	4 275,0	963,3	282,6	162,0	123,3	192,5	790,5	885,3	368,0	279,3	742,2	4 460,1	32 960,3
Dez.	472,0	4 508,6	1 019,9	298,5	163,4	122,7	202,0	862,9	950,4	390,0	282,2	749,5	4 688,4	33 118,0
2024 Jan.	471,8	4 505,8	998,5	289,2	163,2	120,2	204,7	875,3	963,2	381,9	288,4	762,5	4 804,5	35 451,8
Febr.	489,4	4 758,9	989,4	315,9	165,3	119,0	207,3	916,0	1 085,4	353,4	283,8	747,9	5 012,0	37 785,2
März	509,8	4 989,6	1 046,7	330,6	161,5	123,1	223,8	965,1	1 114,6	358,1	283,7	764,4	5 170,6	39 844,3

Quelle: LSEG.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.4 Zinssätze der MFIs für Kredite an und Einlagen von privaten Haushalten (Neugeschäft)^{1), 2)} (in % p. a.; soweit nicht anders angegeben, Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten	
	Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾	Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zinssatz ³⁾			
			Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren		Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren	Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2023 März	0,14	1,20	2,11	2,26	6,72	16,15	7,61	7,23	7,90	4,70	3,93	3,78	3,56	3,14	3,72	3,38
April	0,17	1,25	2,29	2,42	6,98	16,30	8,03	7,43	8,11	4,91	4,16	3,86	3,61	3,19	3,81	3,49
Mai	0,21	1,30	2,47	2,48	7,15	16,35	8,13	7,60	8,31	5,08	4,28	3,99	3,65	3,31	3,93	3,59
Juni	0,23	1,37	2,71	2,59	7,29	16,35	7,02	7,49	7,99	5,11	4,42	4,07	3,72	3,41	4,05	3,71
Juli	0,27	1,42	2,83	2,86	7,50	16,41	8,38	7,73	8,41	5,23	4,58	4,14	3,72	3,46	4,09	3,76
Aug.	0,31	1,50	3,04	3,11	7,60	16,47	8,73	7,83	8,49	5,36	4,71	4,22	3,79	3,51	4,16	3,86
Sept.	0,33	1,54	3,08	3,12	7,78	16,55	8,47	7,83	8,55	5,40	4,75	4,25	3,86	3,57	4,25	3,89
Okt.	0,35	1,59	3,27	3,31	7,98	16,55	8,24	7,87	8,54	5,58	4,84	4,29	3,78	3,61	4,27	3,92
Nov.	0,36	1,62	3,32	3,41	7,98	16,66	7,27	7,91	8,54	5,56	4,91	4,32	3,90	3,70	4,35	4,02
Dez.	0,37	1,65	3,28	3,46	8,04	16,78	7,54	7,72	8,43	5,38	4,90	4,24	3,81	3,63	4,33	3,97
2024 Jan.	0,39	1,68	3,20	3,15	8,14	16,76	7,98	8,02	8,73	5,37	4,86	4,10	3,67	3,52	4,15	3,88
Febr.	0,38	1,71	3,17	3,07	8,19	16,80	7,67	7,94	8,63	5,34	4,83	4,01	3,64	3,49	4,11	3,84

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

3) Beinhaltet die gesamten Kreditkosten. Diese umfassen sowohl die Zinskomponente als auch andere kreditbezogene Kosten wie z. B. für Anfragen, Verwaltung, Erstellung der Dokumente und Garantien.

4.5 Zinssätze der MFIs für Kredite an und Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)^{1), 2)} (in % p. a.; soweit nicht anders angegeben, Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio. €			Mehr als 1 Mio. €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2023 März	0,41	2,57	2,95	4,11	4,70	4,83	4,88	4,33	4,48	3,84	4,08	4,32	3,88	4,22
April	0,45	2,80	3,11	4,39	4,87	4,74	4,96	4,60	4,59	3,98	4,32	4,37	3,68	4,39
Mai	0,49	2,96	3,13	4,56	5,05	5,07	5,16	4,76	4,84	4,01	4,47	4,58	4,01	4,58
Juni	0,55	3,20	3,10	4,78	5,24	5,43	5,26	4,95	4,99	4,14	4,71	4,88	4,10	4,78
Juli	0,61	3,31	3,58	4,88	5,52	5,52	5,43	5,13	5,02	4,30	4,86	5,01	4,32	4,94
Aug.	0,66	3,42	3,53	5,02	5,47	5,65	5,55	5,24	5,16	4,38	5,00	4,89	4,01	4,99
Sept.	0,75	3,59	3,79	5,19	5,58	5,72	5,64	5,40	5,22	4,40	5,04	4,99	4,20	5,09
Okt.	0,80	3,70	3,81	5,31	5,66	5,87	5,73	5,49	5,29	4,52	5,23	5,08	4,54	5,27
Nov.	0,83	3,71	3,92	5,33	5,71	5,91	5,79	5,50	5,30	4,55	5,12	5,17	4,40	5,23
Dez.	0,84	3,71	4,08	5,38	5,48	5,72	5,68	5,41	5,10	4,51	5,25	5,09	4,37	5,23
2024 Jan.	0,89	3,69	3,34	5,37	5,29	5,69	5,65	5,45	5,23	4,44	5,15	5,00	4,18	5,18
Febr.	0,90	3,63	3,49	5,40	5,44	5,72	5,61	5,46	5,14	4,38	5,04	4,85	3,97	5,12

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Im Einklang mit dem ESVG 2010 werden Holdinggesellschaften nichtfinanzieller Unternehmensgruppen seit Dezember 2014 nicht mehr dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, sondern dem Sektor der finanziellen Kapitalgesellschaften zugerechnet.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.6 Von Ansässigen im Euroraum begebene Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen und Ursprungslaufzeiten

(in Mrd. €; während des Monats tätigte Transaktionen und Umlauf am Ende des Berichtszeitraums; Marktwerte)

	Umlauf							Bruttoabsatz ¹⁾						
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte			
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Insgesamt			Darunter: Zentralstaaten	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Insgesamt	Darunter: Zentralstaaten
			Insgesamt	FMKGs						Insgesamt	FMKGs			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Kurzfristig														
2021	1 407,9	427,8	126,7	50,1	88,8	764,7	674,9	387,3	138,6	79,1	26,3	32,1	137,6	104,8
2022	1 374,4	467,6	145,2	51,9	94,6	667,0	621,7	480,5	182,6	116,0	48,2	48,1	133,9	97,1
2023	1 508,2	587,7	133,3	51,1	85,9	701,3	659,1	499,3	211,2	111,7	38,0	48,8	127,6	103,9
2023 Sept.	1 533,1	590,9	139,0	50,7	91,9	711,3	676,2	522,3	213,9	117,1	42,5	46,8	144,5	126,5
Okt.	1 520,3	576,3	139,9	49,5	95,0	709,2	671,7	486,9	197,8	116,3	37,5	51,2	121,6	92,2
Nov.	1 533,2	589,7	136,4	48,3	95,6	711,5	667,8	482,2	187,5	120,8	40,9	45,0	129,0	100,2
Dez.	1 508,2	587,7	133,3	51,1	85,9	701,3	659,1	330,0	144,5	79,7	36,1	32,2	73,6	60,7
2024 Jan.	1 519,3	602,4	143,1	50,9	90,3	683,4	642,7	539,0	215,9	127,5	43,1	47,7	148,0	121,6
Febr.	1 490,1	593,4	133,8	45,7	90,0	672,9	636,8	435,2	179,3	104,9	34,3	37,1	114,0	94,5
Langfristig														
2021	19 928,2	4 184,3	3 377,4	1 343,8	1 597,5	10 769,0	9 948,0	316,2	68,0	83,6	33,7	22,9	141,7	128,2
2022	17 901,8	3 973,1	3 260,9	1 341,5	1 390,8	9 277,0	8 565,2	298,9	78,4	73,5	29,6	16,4	130,6	121,2
2023	19 553,9	4 494,7	3 450,4	1 357,0	1 498,0	10 110,7	9 370,5	325,6	95,6	70,7	25,1	20,5	138,8	130,3
2023 Sept.	18 662,7	4 294,7	3 394,0	1 366,0	1 423,7	9 550,3	8 836,6	350,1	91,1	91,9	21,6	29,3	137,9	127,9
Okt.	18 704,6	4 339,6	3 395,2	1 368,2	1 424,6	9 545,3	8 832,9	335,8	91,7	69,5	22,6	15,0	159,7	153,4
Nov.	19 074,4	4 409,8	3 409,8	1 354,9	1 458,9	9 795,9	9 074,7	303,3	84,0	87,6	34,9	25,7	106,0	101,1
Dez.	19 553,9	4 494,7	3 450,4	1 357,0	1 498,0	10 110,7	9 370,5	214,6	69,1	59,4	18,2	16,4	69,6	68,0
2024 Jan.	19 662,3	4 578,3	3 482,5	1 362,4	1 498,9	10 102,6	9 354,9	477,6	171,1	90,6	30,5	22,9	193,0	172,3
Febr.	19 629,1	4 580,1	3 481,1	1 357,8	1 498,5	10 069,4	9 316,1	360,8	98,9	63,0	10,2	17,4	181,4	163,1

Quelle: EZB.

1) Zu Vergleichszwecken beziehen sich die Jahreswerte auf den Durchschnitt der jeweiligen Monatswerte im Jahresverlauf.

4.7 Jahreswachstumsraten und Umlauf von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

(in Mrd. €; Veränderung in %; Marktwerte)

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien			
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Insgesamt					Darunter: Zentralstaaten
			Insgesamt	FMKGs							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Umlauf											
2021	21 336,2	4 612,1	3 504,1	1 393,9	1 686,3	11 533,7	10 622,9	10 366,6	600,3	1 703,4	8 062,0
2022	19 276,2	4 440,7	3 406,1	1 393,4	1 485,4	9 944,0	9 186,9	8 711,5	525,2	1 502,6	6 683,1
2023	21 062,1	5 082,5	3 583,8	1 408,1	1 583,9	10 812,0	10 029,6	9 697,5	621,8	1 655,7	7 419,5
2023 Sept.	20 195,8	4 885,6	3 533,0	1 416,7	1 515,6	10 261,6	9 512,8	9 159,0	576,3	1 598,3	6 984,0
Okt.	20 224,9	4 915,9	3 535,0	1 417,7	1 519,5	10 254,5	9 504,6	8 780,2	558,8	1 543,5	6 677,4
Nov.	20 607,6	4 999,5	3 546,2	1 403,2	1 554,4	10 507,4	9 742,4	9 397,5	611,5	1 646,7	7 138,9
Dez.	21 062,1	5 082,5	3 583,8	1 408,1	1 583,9	10 812,0	10 029,6	9 697,5	621,8	1 655,7	7 419,5
2024 Jan.	21 181,6	5 180,8	3 625,6	1 413,2	1 589,2	10 786,0	9 997,6	9 845,8	641,1	1 687,6	7 516,6
Febr.	21 119,2	5 173,5	3 614,9	1 403,4	1 588,5	10 742,3	9 952,9	10 170,0	652,5	1 769,5	7 747,7
Wachstumsraten¹⁾											
2023 Juli	6,0	12,0	3,9	2,0	1,8	4,7	5,3	-1,0	-2,1	0,5	-1,2
Aug.	5,9	12,1	3,7	1,6	1,1	4,6	5,3	-1,0	-2,0	0,6	-1,2
Sept.	6,3	11,0	4,8	3,8	1,6	5,5	6,2	-0,9	-3,1	0,5	-1,0
Okt.	6,0	10,5	4,8	3,8	2,2	5,0	5,5	-1,3	-3,0	0,4	-1,5
Nov.	5,4	9,9	3,6	1,4	2,2	4,5	4,9	-1,2	-3,3	0,5	-1,4
Dez.	5,7	11,3	3,4	0,9	1,9	4,6	5,0	-1,3	-3,1	0,5	-1,6
2024 Jan.	5,8	10,3	4,6	2,1	1,9	4,7	5,1	-1,4	-3,0	0,4	-1,7
Febr.	5,5	9,8	4,6	1,4	1,7	4,4	4,8	-1,4	-3,0	0,1	-1,5

Quelle: EZB.

1) Zur Berechnung von Wachstumsraten siehe „Technical Notes“.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Index: 1999 Q1 = 100)

	EWK-19						EWK-42	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2021	99,6	93,7	93,6	89,4	68,1	87,5	120,5	94,3
2022	95,3	90,8	93,6	84,3	63,1	82,9	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	98,1	88,3	65,2	86,5	121,8	94,7
2023 Q2	98,2	93,9	98,1	88,2	64,3	85,9	121,4	94,6
Q3	98,9	94,9	99,0	89,0	65,5	87,4	123,5	95,9
Q4	98,3	94,2	98,2	89,0	65,5	87,2	123,0	95,1
2024 Q1	98,4	94,5	98,2	.	.	.	123,7	95,3
2023 Okt.	98,0	94,1	98,1	-	-	-	122,5	95,0
Nov.	98,7	94,6	98,5	-	-	-	123,4	95,3
Dez.	98,2	93,9	98,0	-	-	-	123,2	94,9
2024 Jan.	98,4	94,3	98,3	-	-	-	123,6	95,2
Febr.	98,1	94,2	97,9	-	-	-	123,3	95,0
März	98,8	94,9	98,5	-	-	-	124,2	95,6
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2024 März	0,6	0,7	0,6	-	-	-	0,7	0,7
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2024 März	1,6	1,8	1,3	-	-	-	3,8	2,1

Quelle: EZB.

1) Zur Abgrenzung der Handelspartnergruppen und zu weiteren Informationen siehe den Abschnitt „Methodology“ im ECB Data Portal.

4.9 Bilaterale Wechselkurse

(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Einheiten der nationalen Währungen je Euro)

	Chinesischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	Tschechische Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japanischer Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumänischer Leu 9	Schwe- dische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12
2021	7,628	7,528	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2022	7,079	7,535	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2023	7,660	.	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2023 Q2	7,644	.	23,585	7,450	372,604	149,723	4,537	0,869	4,9488	11,469	0,978	1,089
Q3	7,886	.	24,126	7,453	383,551	157,254	4,499	0,860	4,9490	11,764	0,962	1,088
Q4	7,771	.	24,517	7,458	382,125	159,118	4,420	0,867	4,9697	11,478	0,955	1,075
2024 Q1	7,805	.	25,071	7,456	388,182	161,150	4,333	0,856	4,9735	11,279	0,949	1,086
2023 Okt.	7,720	.	24,584	7,460	385,333	158,038	4,512	0,868	4,9682	11,647	0,955	1,056
Nov.	7,809	.	24,485	7,458	379,195	161,844	4,402	0,870	4,9703	11,547	0,963	1,081
Dez.	7,787	.	24,478	7,456	381,803	157,213	4,334	0,862	4,9707	11,203	0,944	1,090
2024 Jan.	7,820	.	24,716	7,457	382,042	159,458	4,365	0,859	4,9749	11,283	0,937	1,091
Febr.	7,765	.	25,232	7,455	388,039	161,377	4,326	0,855	4,9746	11,250	0,946	1,079
März	7,830	.	25,292	7,457	395,087	162,773	4,307	0,855	4,9708	11,305	0,966	1,087
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>												
2024 März	0,8	0,0	0,2	0,0	1,8	0,9	0,4	0,1	0,1	0,5	2,0	0,7
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2024 März	6,1	.	6,8	0,1	2,6	13,8	-8,2	-3,0	0,9	0,7	-2,5	1,6

Quelle: EZB.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

(soweit nicht anders angegeben, in Mrd. €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen während des Berichtszeitraums)

	Insgesamt ¹⁾			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bestände (Auslandsvermögensstatus)												
2023 Q1	31 760,6	31 487,6	273,0	12 342,4	10 109,1	11 351,7	13 390,3	35,4	6 897,7	7 988,2	1 133,5	16 096,9
Q2	31 906,0	31 584,7	321,3	12 230,2	9 984,7	11 737,5	13 698,8	13,5	6 819,1	7 901,2	1 105,7	16 069,4
Q3	32 083,3	31 600,0	483,3	12 334,0	10 074,6	11 785,9	13 705,3	-9,6	6 859,0	7 820,1	1 114,1	16 078,3
Q4	32 017,5	31 432,1	585,3	11 957,1	9 642,3	12 219,9	14 267,5	8,3	6 683,8	7 522,3	1 148,3	15 749,5
<i>Bestände in % des BIP</i>												
2023 Q4	222,8	218,7	4,1	83,2	67,1	85,0	99,3	0,1	46,5	52,3	8,0	109,6
Transaktionen												
2023 Q1	406,6	373,2	33,4	52,8	18,4	64,9	162,2	5,5	301,9	192,6	-18,5	-
Q2	12,9	-27,2	40,1	-104,3	-97,0	213,7	131,6	-5,0	-93,4	-61,8	1,9	-
Q3	122,2	26,8	95,4	8,3	-0,5	96,5	114,6	-2,7	22,2	-87,3	-2,2	-
Q4	-326,7	-424,5	97,8	-321,5	-311,6	41,9	93,1	23,6	-77,1	-206,0	6,4	-
2023 Aug.	103,3	91,3	12,0	17,2	9,3	35,4	43,2	3,3	46,1	38,8	1,3	-
Sept.	-124,6	-168,2	43,7	-10,9	-35,3	6,7	66,6	2,7	-119,1	-199,5	-3,9	-
Okt.	-38,2	-71,8	33,6	-119,8	-121,4	0,7	8,7	17,3	60,1	40,8	3,5	-
Nov.	10,0	-27,9	38,0	-54,6	-57,0	79,0	33,9	1,3	-17,0	-4,9	1,4	-
Dez.	-298,5	-324,7	26,2	-147,0	-133,2	-37,7	50,5	5,0	-120,3	-242,0	1,5	-
2024 Jan.	171,8	177,4	-5,6	-4,4	-9,2	56,0	127,7	10,4	108,9	58,9	0,8	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2024 Jan.	189,8	-54,9	244,7	-377,8	-417,1	416,0	603,9	35,2	119,3	-241,7	-2,9	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>												
2024 Jan.	1,3	-0,4	1,7	-2,6	-2,9	2,9	4,2	0,2	0,8	-1,7	0,0	-

Quelle: EZB.

1) Finanzderivate (netto) sind in den Aktiva insgesamt enthalten.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

(in Mrd. €; Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

	M3											Insgesamt
	M1			M2			Zusammen	M3-M2				
	Bargeldumlauf	Täglich fällige Einlagen	Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Zusammen		Repogeschäfte	Geldmarktfondsanteile	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Zusammen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		12
Bestände												
2021	1 470,4	9 822,6	11 292,9	918,8	2 504,9	3 423,7	14 716,7	118,7	644,1	25,3	788,1	15 504,8
2022	1 539,5	9 763,0	11 302,6	1 382,1	2 563,9	3 946,1	15 248,7	124,2	646,1	49,5	819,8	16 068,4
2023	1 536,5	8 834,3	10 370,9	2 309,8	2 458,5	4 768,3	15 139,2	186,8	739,0	72,1	997,9	16 137,1
2023 Q1	1 542,2	9 456,6	10 998,8	1 633,7	2 548,0	4 181,7	15 180,5	102,5	676,6	91,5	870,7	16 051,1
Q2	1 535,3	9 179,2	10 714,5	1 865,1	2 517,8	4 382,9	15 097,4	114,1	695,9	83,7	893,7	15 991,1
Q3	1 535,7	8 985,8	10 521,5	2 085,9	2 465,8	4 551,6	15 073,2	131,0	714,4	75,7	921,2	15 994,3
Q4 ^(p)	1 536,5	8 834,3	10 370,9	2 309,8	2 458,5	4 768,3	15 139,2	186,8	739,0	72,1	997,9	16 137,1
2023 Sept.	1 535,7	8 985,8	10 521,5	2 085,9	2 465,8	4 551,6	15 073,2	131,0	714,4	75,7	921,2	15 994,3
Okt.	1 536,1	8 869,0	10 405,1	2 169,7	2 453,3	4 622,9	15 028,0	144,3	711,2	87,8	943,2	15 971,3
Nov.	1 534,0	8 835,1	10 369,1	2 232,6	2 446,9	4 679,5	15 048,7	161,4	719,2	73,7	954,3	16 003,0
Dez.	1 536,5	8 834,3	10 370,9	2 309,8	2 458,5	4 768,3	15 139,2	186,8	739,0	72,1	997,9	16 137,1
2024 Jan.	1 533,1	8 729,2	10 262,4	2 360,9	2 447,6	4 808,5	15 070,8	183,2	749,6	87,3	1 020,1	16 090,9
Febr. ^(p)	1 533,2	8 715,4	10 248,6	2 423,8	2 433,6	4 857,4	15 105,9	178,5	764,2	69,5	1 012,2	16 118,1
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2021	107,7	908,1	1 015,8	-121,0	65,7	-55,3	960,5	12,3	20,3	13,2	45,8	1 006,3
2022	69,2	-47,4	21,9	429,5	54,9	484,4	506,3	3,9	2,4	76,6	82,8	589,1
2023	-4,4	-954,2	-958,7	925,6	-100,0	825,5	-133,1	40,9	93,4	25,1	159,3	26,2
2023 Q1	1,3	-346,2	-344,9	246,0	-10,9	235,1	-109,9	-22,1	30,4	43,7	52,0	-57,8
Q2	-6,9	-275,8	-282,7	226,6	-30,2	196,4	-86,3	11,6	19,2	-5,5	25,3	-60,9
Q3	0,3	-202,7	-202,4	224,0	-52,1	171,9	-30,5	16,4	18,2	-8,8	25,8	-4,6
Q4 ^(p)	0,8	-129,5	-128,6	228,9	-6,8	222,2	93,5	35,0	25,6	-4,4	56,1	149,6
2023 Sept.	1,6	-28,5	-26,9	89,5	-19,4	70,1	43,2	8,7	14,8	-7,9	15,6	58,8
Okt.	0,4	-114,6	-114,2	84,3	-12,3	72,0	-42,3	13,3	-3,3	10,8	20,8	-21,5
Nov.	-2,0	-27,4	-29,4	66,4	-6,2	60,2	30,8	17,8	8,0	-14,3	11,5	42,2
Dez.	2,5	12,6	15,0	78,3	11,7	90,0	105,0	3,8	20,9	-0,9	23,8	128,8
2024 Jan.	-2,8	-110,6	-113,4	47,1	-11,1	36,0	-77,4	-1,2	10,4	20,9	30,1	-47,3
Febr. ^(p)	0,1	-14,4	-14,3	65,2	-13,4	51,8	37,5	-4,7	14,4	-16,9	-7,2	30,4
Wachstumsraten												
2021	7,9	10,2	9,9	-11,7	2,7	-1,6	7,0	12,1	3,3	158,5	6,2	6,9
2022	4,7	-0,5	0,2	45,8	2,2	14,1	3,4	3,1	0,4	457,8	11,1	3,8
2023	-0,3	-9,7	-8,5	66,7	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,4	47,5	19,5	0,2
2023 Q1	1,4	-5,7	-4,7	69,3	1,3	20,0	1,0	-17,6	15,2	538,5	23,8	2,0
Q2	0,4	-9,3	-8,0	85,8	-0,4	24,0	-0,6	-2,7	14,4	325,1	22,3	0,5
Q3	-0,2	-11,4	-9,9	76,4	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	64,9	19,9	-1,2
Q4 ^(p)	-0,3	-9,7	-8,5	66,7	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,4	47,5	19,5	0,2
2023 Sept.	-0,2	-11,4	-9,9	76,4	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	64,9	19,9	-1,2
Okt.	-0,4	-11,5	-10,0	73,0	-3,9	21,4	-2,2	15,9	14,4	254,6	22,5	-1,0
Nov.	-0,5	-10,9	-9,5	68,8	-4,1	20,8	-1,9	18,2	13,0	93,6	17,8	-0,9
Dez.	-0,3	-9,7	-8,5	66,7	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,4	47,5	19,5	0,2
2024 Jan.	-0,5	-9,9	-8,6	62,2	-4,3	19,8	-1,1	25,1	17,5	71,9	22,4	0,1
Febr. ^(p)	-0,4	-8,9	-7,7	58,0	-4,7	18,8	-0,6	29,5	17,1	-0,5	17,6	0,4

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

(in Mrd. €; Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ²⁾	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Bestände													
2021	3 228,3	2 802,7	289,7	128,4	7,4	8 087,9	5 380,8	374,1	2 332,3	0,7	1 272,8	229,0	546,9
2022	3 360,4	2 721,4	497,6	135,0	6,4	8 373,7	5 536,8	444,9	2 391,1	0,9	1 302,1	236,3	560,8
2023	3 335,1	2 423,9	767,6	131,6	12,1	8 425,6	5 111,6	1 021,7	2 290,9	1,4	1 252,2	234,8	541,7
2023 Q1	3 332,6	2 595,7	595,6	132,6	8,6	8 377,5	5 433,3	566,2	2 377,1	0,9	1 227,4	230,5	572,9
Q2	3 333,1	2 502,4	687,7	132,0	11,0	8 364,2	5 311,8	701,6	2 349,9	0,8	1 185,0	229,1	564,9
Q3	3 322,6	2 438,8	737,1	131,9	14,8	8 351,5	5 206,0	847,5	2 297,1	0,8	1 216,1	212,6	565,7
Q4 ^(p)	3 335,1	2 423,9	767,6	131,6	12,1	8 425,6	5 111,6	1 021,7	2 290,9	1,4	1 252,2	234,8	541,7
2023 Sept.	3 322,6	2 438,8	737,1	131,9	14,8	8 351,5	5 206,0	847,5	2 297,1	0,8	1 216,1	212,6	565,7
Okt.	3 326,5	2 413,8	768,5	131,4	12,9	8 346,7	5 150,1	909,6	2 286,3	0,7	1 205,6	210,4	547,0
Nov.	3 326,0	2 405,1	772,6	132,0	16,4	8 365,1	5 115,5	969,9	2 278,8	0,8	1 225,4	223,3	536,3
Dez.	3 335,1	2 423,9	767,6	131,6	12,1	8 425,6	5 111,6	1 021,7	2 290,9	1,4	1 252,2	234,8	541,7
2024 Jan.	3 325,6	2 383,2	802,9	128,4	11,1	8 439,1	5 080,6	1 073,5	2 283,8	1,1	1 211,5	221,9	522,9
Febr. ^(p)	3 317,0	2 367,4	810,2	127,9	11,5	8 449,0	5 062,0	1 114,1	2 271,9	1,0	1 216,6	223,4	545,2
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2021	248,2	272,8	-21,3	-6,9	3,6	422,2	411,3	-65,0	76,1	-0,2	159,0	-10,4	46,0
2022	121,9	-89,2	206,5	5,9	-1,4	296,5	167,9	75,2	53,3	0,1	0,8	7,7	14,0
2023	-29,2	-303,0	269,3	-1,4	5,9	22,8	-458,0	575,4	-95,1	0,6	-55,4	-0,1	-25,9
2023 Q1	-37,3	-136,6	97,7	-0,7	2,3	-25,3	-132,2	115,9	-9,1	0,1	-74,3	-4,6	8,2
Q2	0,9	-91,8	90,9	-0,6	2,4	-13,2	-121,2	135,2	-27,1	-0,1	-43,5	-1,2	-10,7
Q3	-13,8	-65,7	48,3	-0,1	3,7	-14,8	-111,2	149,3	-52,9	0,0	30,9	-17,3	0,6
Q4 ^(p)	21,0	-8,8	32,4	-0,1	-2,5	76,2	-93,4	174,9	-6,0	0,6	31,5	23,0	-24,1
2023 Sept.	4,1	-15,8	16,2	-0,2	3,9	-9,8	-32,7	42,5	-19,6	0,0	56,5	-5,5	5,0
Okt.	5,7	-23,6	31,6	-0,4	-1,9	-4,5	-55,7	62,1	-10,8	-0,1	-9,8	-2,0	-18,7
Nov.	4,0	-5,9	5,5	0,7	3,7	19,7	-34,0	60,9	-7,4	0,1	24,3	13,4	-10,8
Dez.	11,3	20,7	-4,7	-0,4	-4,2	61,0	-3,8	51,9	12,2	0,6	17,0	11,6	5,4
2024 Jan.	-10,8	-42,1	34,4	-3,3	0,1	10,6	-31,9	50,0	-7,2	-0,3	-43,6	-13,2	-18,8
Febr. ^(p)	-8,3	-16,3	7,5	0,1	0,4	9,6	-18,6	40,3	-12,0	-0,1	7,9	1,3	22,3
Wachstumsraten													
2021	8,4	10,8	-6,9	-5,0	103,4	5,5	8,3	-14,8	3,4	-18,4	14,1	-4,3	9,3
2022	3,8	-3,2	70,1	4,6	-16,4	3,7	3,1	20,3	2,3	19,9	0,4	3,4	2,6
2023	-0,9	-11,1	54,0	-1,1	91,8	0,3	-8,2	128,2	-4,0	67,4	-4,1	0,0	-4,6
2023 Q1	1,2	-9,4	105,8	3,1	-18,7	2,0	-1,3	57,0	1,3	-10,8	-8,4	0,3	3,1
Q2	0,7	-12,7	125,2	2,1	10,4	1,1	-4,4	97,4	-0,3	20,9	-14,2	0,5	-2,3
Q3	-1,2	-14,0	90,6	0,2	83,5	-0,3	-7,4	127,8	-3,4	-14,5	-16,4	-12,3	1,8
Q4 ^(p)	-0,9	-11,1	54,0	-1,1	91,8	0,3	-8,2	128,2	-4,0	67,4	-4,1	0,0	-4,6
2023 Sept.	-1,2	-14,0	90,6	0,2	83,5	-0,3	-7,4	127,8	-3,4	-14,5	-16,4	-12,3	1,8
Okt.	-2,0	-14,2	73,0	0,7	45,8	-0,5	-8,3	134,5	-4,0	-28,7	-10,7	-16,0	-2,9
Nov.	-1,8	-13,0	59,3	1,0	102,4	-0,3	-8,5	132,7	-4,4	-18,6	-8,5	-8,9	-5,1
Dez.	-0,9	-11,1	54,0	-1,1	91,8	0,3	-8,2	128,2	-4,0	67,4	-4,1	0,0	-4,6
2024 Jan.	-1,1	-11,3	49,7	-3,2	57,8	0,3	-8,3	121,5	-4,3	39,2	-5,3	-4,8	-7,3
Febr. ^(p)	-1,1	-10,5	42,4	-3,1	45,7	0,6	-7,9	114,1	-4,7	28,9	-1,7	-1,2	-5,4

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Im Einklang mit dem ESVG 2010 werden Holdinggesellschaften nichtfinanzieller Unternehmensgruppen seit Dezember 2014 nicht mehr dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, sondern dem Sektor der finanziellen Kapitalgesellschaften zugerechnet. In der MFI-Bilanzstatistik werden sie unter den nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen (VGPEs) ausgewiesen.

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum¹⁾

(in Mrd. €; Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt		An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ³⁾			An Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen
					Insgesamt	Bereinigte Kredite ²⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände												
2021	6 531,5	994,3	5 535,3	14 805,8	12 340,5	12 722,7	4 864,8	6 372,6	941,9	161,1	1 577,2	888,1
2022	6 361,8	1 004,7	5 332,0	15 390,4	12 990,1	13 178,0	5 129,8	6 632,2	1 080,6	147,6	1 564,3	836,0
2023	6 315,4	994,7	5 295,4	15 492,2	13 035,8	13 255,5	5 126,8	6 647,3	1 122,8	139,0	1 559,0	897,4
2023 Q1	6 353,2	995,3	5 333,0	15 426,4	13 019,5	13 208,4	5 135,1	6 665,6	1 077,4	141,4	1 557,0	849,9
Q2	6 275,3	986,6	5 263,3	15 426,3	12 982,0	13 203,4	5 127,0	6 634,3	1 078,3	142,5	1 575,0	869,3
Q3	6 212,1	989,2	5 197,9	15 429,0	12 977,5	13 186,4	5 114,6	6 633,5	1 092,3	137,2	1 576,9	874,6
Q4	6 315,4	994,7	5 295,4	15 492,2	13 035,8	13 255,5	5 126,8	6 647,3	1 122,8	139,0	1 559,0	897,4
2023 Sept.	6 212,1	989,2	5 197,9	15 429,0	12 977,5	13 186,4	5 114,6	6 633,5	1 092,3	137,2	1 576,9	874,6
Okt.	6 197,1	987,3	5 184,7	15 452,2	13 008,9	13 217,2	5 112,9	6 641,8	1 119,1	135,1	1 563,0	880,3
Nov.	6 226,6	986,0	5 215,4	15 471,8	13 033,9	13 235,5	5 118,2	6 652,6	1 129,0	134,1	1 560,0	877,9
Dez.	6 315,4	994,7	5 295,4	15 492,2	13 035,8	13 255,5	5 126,8	6 647,3	1 122,8	139,0	1 559,0	897,4
2024 Jan.	6 250,1	984,4	5 240,2	15 498,2	13 004,4	13 240,5	5 110,4	6 633,5	1 126,4	134,1	1 584,1	909,7
Febr.	6 210,1	982,7	5 201,9	15 529,2	13 029,5	13 263,9	5 114,0	6 638,5	1 140,9	136,1	1 582,2	917,4
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2021	663,0	-0,9	673,6	563,0	475,8	509,2	176,9	261,7	47,4	-10,1	78,0	9,2
2022	176,0	9,5	165,7	635,6	624,1	680,7	269,5	242,0	126,0	-13,4	17,9	-6,4
2023	-160,8	-16,8	-144,2	54,2	23,8	71,8	-5,2	6,5	30,6	-8,1	-15,4	45,7
2023 Q1	-73,1	-17,6	-55,3	1,2	3,9	8,2	-1,6	14,8	-3,4	-5,9	-11,2	8,5
Q2	-75,1	-8,6	-66,9	0,5	-32,2	-0,1	-5,1	-28,6	0,6	1,0	17,5	15,2
Q3	-18,2	1,6	-19,5	8,3	0,4	-11,2	-8,6	1,8	12,5	-5,3	2,1	5,8
Q4	5,6	7,8	-2,5	44,2	51,7	74,9	10,1	18,5	20,9	2,2	-23,8	16,3
2023 Sept.	1,0	1,6	-0,6	16,2	13,0	7,6	-5,3	2,2	10,2	6,0	4,2	-1,0
Okt.	-16,4	0,9	-17,4	32,4	37,1	34,8	2,6	10,0	26,3	-1,8	-12,8	8,2
Nov.	-14,2	-2,1	-12,2	4,9	19,3	26,3	-3,9	11,5	12,5	0,6	-6,9	-7,5
Dez.	36,3	9,0	27,2	6,9	-4,6	13,9	11,4	-3,0	-17,9	4,9	-4,1	15,7
2024 Jan.	-43,2	-8,1	-35,2	7,5	-27,6	-11,4	-14,0	-13,1	4,4	-4,9	26,9	8,3
Febr.	-22,5	-2,0	-20,5	37,5	33,8	33,9	5,9	4,9	21,0	2,0	-1,0	4,7
Wachstumsraten												
2021	11,3	-0,1	13,8	3,9	4,0	4,2	3,8	4,3	5,2	-4,6	5,2	1,0
2022	2,7	1,0	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,2	-0,6
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,4	-1,0	5,4
2023 Q1	-0,1	-1,5	0,1	2,9	3,5	3,9	4,5	2,9	5,0	-9,7	-1,3	2,0
Q2	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,5	1,1	0,6	-12,2	1,0	4,4
Q3	-2,1	-2,1	-2,1	0,2	-0,3	0,3	-0,4	0,2	-0,6	-13,9	1,6	5,0
Q4	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,4	-1,0	5,4
2023 Sept.	-2,1	-2,1	-2,1	0,2	-0,3	0,3	-0,4	0,2	-0,6	-13,9	1,6	5,0
Okt.	-2,6	-1,8	-2,7	0,4	0,0	0,4	-0,9	0,2	4,7	-14,2	1,3	5,0
Nov.	-2,8	-1,7	-3,1	0,2	0,0	0,4	-0,7	0,2	3,4	-10,5	-0,2	3,9
Dez.	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,4	-1,0	5,4
2024 Jan.	-2,4	-1,0	-2,7	0,4	-0,1	0,4	-0,5	-0,1	2,9	-8,7	1,3	6,4
Febr.	-2,8	-1,2	-3,1	0,7	0,2	0,7	-0,3	-0,1	5,9	-7,6	1,6	6,2

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen (mit der Folge einer Ausgliederung aus der MFI-Bilanzstatistik) sowie um Positionen im Zusammenhang mit durch MFIs erbrachten fiktiven Cash-Pooling-Dienstleistungen.

3) Im Einklang mit dem ESVG 2010 werden Holdinggesellschaften nichtfinanzieller Unternehmensgruppen seit Dezember 2014 nicht mehr dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, sondern dem Sektor der finanziellen Kapitalgesellschaften zugerechnet. In der MFI-Bilanzstatistik werden sie unter den nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen (VGPEs) ausgewiesen.

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.4 Kredite der MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte im Euroraum¹⁾

(in Mrd. €; Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾				
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
	Insgesamt	Bereinigte Kredite ⁴⁾				Insgesamt	Bereinigte Kredite ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2021	4 864,8	4 995,5	889,0	1 005,2	2 970,7	6 372,6	6 637,5	698,3	4 970,8	703,5
2022	5 129,8	5 130,8	967,2	1 077,6	3 085,0	6 632,2	6 832,8	717,3	5 214,6	700,2
2023	5 126,8	5 143,5	913,9	1 091,2	3 121,7	6 647,3	6 864,5	733,5	5 227,8	685,9
2023 Q1	5 135,1	5 140,9	940,7	1 091,8	3 102,6	6 665,6	6 868,6	723,7	5 236,0	705,9
Q2	5 127,0	5 137,8	924,3	1 088,2	3 114,6	6 634,3	6 867,7	726,0	5 207,9	700,3
Q3	5 114,6	5 123,2	902,8	1 085,4	3 126,5	6 633,5	6 864,9	731,6	5 210,5	691,4
Q4	5 126,8	5 143,5	913,9	1 091,2	3 121,7	6 647,3	6 864,5	733,5	5 227,8	685,9
2023 Sept.	5 114,6	5 123,2	902,8	1 085,4	3 126,5	6 633,5	6 864,9	731,6	5 210,5	691,4
Okt.	5 112,9	5 121,1	897,4	1 087,7	3 127,8	6 641,8	6 864,1	731,1	5 222,8	688,0
Nov.	5 118,2	5 129,6	902,1	1 087,5	3 128,6	6 652,6	6 866,7	732,1	5 231,6	688,9
Dez.	5 126,8	5 143,5	913,9	1 091,2	3 121,7	6 647,3	6 864,5	733,5	5 227,8	685,9
2024 Jan.	5 110,4	5 127,9	894,4	1 093,1	3 123,0	6 633,5	6 868,1	734,6	5 214,8	684,0
Febr.	5 114,0	5 131,1	893,8	1 090,6	3 129,6	6 638,5	6 872,1	736,6	5 220,1	681,7
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2021	176,9	208,3	-1,6	2,3	176,1	261,7	267,3	10,7	254,9	-3,9
2022	269,5	309,3	78,6	77,4	113,5	242,0	250,3	22,7	218,5	0,8
2023	-5,2	25,5	-44,5	10,5	28,7	6,5	24,4	18,9	8,6	-21,1
2023 Q1	-1,6	5,1	-24,1	11,4	11,1	14,8	18,7	4,6	15,0	-4,7
Q2	-5,1	0,0	-15,0	-2,9	12,9	-28,6	1,1	3,9	-27,6	-4,9
Q3	-8,6	-10,4	-21,8	-3,3	16,5	1,8	0,3	6,7	2,8	-7,6
Q4	10,1	30,8	16,5	5,4	-11,7	18,5	4,3	3,8	18,5	-3,8
2023 Sept.	-5,3	5,6	0,2	-0,6	-4,8	2,2	1,9	2,6	1,8	-2,2
Okt.	2,6	1,1	-4,1	3,1	3,6	10,0	0,5	0,3	12,3	-2,6
Nov.	-3,9	12,9	7,6	-2,4	-9,1	11,5	3,7	1,5	9,4	0,7
Dez.	11,4	16,8	13,1	4,6	-6,2	-3,0	0,1	2,0	-3,2	-1,9
2024 Jan.	-14,0	-12,8	-18,2	1,1	3,0	-13,1	3,6	1,0	-12,4	-1,7
Febr.	5,9	6,2	1,0	-1,8	6,7	4,9	4,1	2,5	4,4	-2,1
Wachstumsraten										
2021	3,8	4,3	-0,2	0,2	6,3	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,6
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,1
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2023 Q1	4,5	5,3	4,0	9,1	3,1	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,8
Q2	2,5	3,1	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,2	-1,7
Q3	-0,4	0,2	-9,0	2,2	1,4	0,2	0,8	2,8	0,2	-2,5
Q4	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2023 Sept.	-0,4	0,2	-9,0	2,2	1,4	0,2	0,8	2,8	0,2	-2,5
Okt.	-0,9	-0,2	-9,6	1,6	1,1	0,2	0,6	2,6	0,3	-2,9
Nov.	-0,7	0,0	-7,9	1,4	0,9	0,2	0,5	2,6	0,3	-2,9
Dez.	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2024 Jan.	-0,5	0,2	-5,7	0,8	0,7	-0,1	0,3	2,7	-0,1	-3,1
Febr.	-0,3	0,4	-4,5	0,1	0,8	-0,1	0,3	2,8	-0,1	-3,1

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Im Einklang mit dem ESVG 2010 werden Holdinggesellschaften nichtfinanzieller Unternehmensgruppen seit Dezember 2014 nicht mehr dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, sondern dem Sektor der finanziellen Kapitalgesellschaften zugerechnet. In der MFI-Bilanzstatistik werden sie unter den nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen (VGPEs) ausgewiesen.

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen (mit der Folge einer Ausgliederung aus der MFI-Bilanzstatistik) sowie um Positionen im Zusammenhang mit durch MFIs erbrachten fiktiven Cash-Pooling-Dienstleistungen.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.5 Gegenposten zu M3 (ohne Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum)¹⁾

(in Mrd. €; Jahreswachstumsraten; soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen	Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Bestände										
2021	736,9	6 886,2	1 838,9	37,1	1 999,2	3 010,9	1 377,6	413,1	128,5	136,8
2022	649,6	6 753,3	1 783,1	45,9	2 121,8	2 802,4	1 333,4	385,7	137,2	147,2
2023	461,3	7 338,4	1 826,4	90,5	2 424,1	2 997,4	1 860,7	268,5	155,0	152,6
2023 Q1	573,9	6 912,1	1 792,0	55,5	2 168,4	2 896,2	1 424,1	333,5	152,2	165,8
Q2	485,0	6 984,3	1 806,8	61,5	2 229,8	2 886,2	1 461,1	297,7	169,0	172,6
Q3	456,0	7 143,8	1 824,6	72,9	2 367,0	2 879,3	1 633,4	319,6	153,8	163,3
Q4 ^(p)	461,3	7 338,4	1 826,4	90,5	2 424,1	2 997,4	1 860,7	268,5	155,0	152,6
2023 Sept.	456,0	7 143,8	1 824,6	72,9	2 367,0	2 879,3	1 633,4	319,6	153,8	163,3
Okt.	440,0	7 225,5	1 819,7	77,7	2 415,4	2 912,8	1 735,8	251,7	163,1	151,4
Nov.	407,6	7 273,7	1 827,9	83,7	2 414,7	2 947,5	1 794,2	191,7	170,4	162,0
Dez.	461,3	7 338,4	1 826,4	90,5	2 424,1	2 997,4	1 860,7	268,5	155,0	152,6
2024 Jan.	457,2	7 375,4	1 829,9	97,0	2 448,1	3 000,4	1 961,0	214,2	165,7	159,7
Febr. ^(p)	438,7	7 367,0	1 828,0	101,7	2 464,9	2 972,4	1 936,0	248,6	165,4	173,4
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2021	26,3	-38,0	-74,9	-5,0	-39,5	81,4	-111,2	-120,3	-8,3	-4,3
2022	-83,4	38,8	-89,0	-4,4	15,3	117,0	-69,4	-197,7	10,4	18,0
2023	-194,6	334,1	24,7	40,1	227,1	42,2	460,8	-188,5	19,7	9,0
2023 Q1	-82,1	79,8	5,4	5,0	58,3	11,2	62,5	-50,6	14,9	18,9
Q2	-88,7	96,7	13,8	6,1	61,8	14,9	90,2	-68,7	16,8	6,7
Q3	-29,1	98,1	16,9	11,4	44,9	24,9	130,5	-56,2	-13,3	-6,0
Q4 ^(p)	5,3	59,5	-11,3	17,6	62,0	-8,8	177,6	-13,1	1,2	-10,7
2023 Sept.	16,4	37,8	15,9	4,9	10,5	6,6	58,8	37,1	-10,5	4,8
Okt.	-16,0	34,0	-4,4	4,8	25,6	8,0	60,8	-80,2	9,3	-12,0
Nov.	-32,5	15,6	-4,9	6,0	15,9	-1,5	62,7	-28,0	7,3	10,7
Dez.	53,8	10,0	-2,0	6,8	20,5	-15,3	54,2	95,2	-15,4	-9,4
2024 Jan.	-3,7	61,4	2,7	6,4	37,0	15,2	103,0	-57,0	10,7	7,0
Febr. ^(p)	-18,5	14,9	1,7	4,7	14,9	-6,5	-17,1	28,8	2,3	13,7
Wachstumsraten										
2021	3,7	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,7	-	-	-6,0	-3,0
2022	-11,4	0,6	-4,8	-13,0	0,6	4,1	-	-	7,8	12,7
2023	-29,8	4,9	1,4	80,2	10,6	1,5	-	-	14,3	6,0
2023 Q1	-22,6	2,3	-3,3	-0,5	4,9	4,0	-	-	-4,3	1,4
Q2	-37,6	3,5	-2,2	25,1	8,7	3,0	-	-	1,8	10,3
Q3	-30,3	4,9	1,4	48,8	10,4	2,4	-	-	5,6	14,2
Q4 ^(p)	-29,8	4,9	1,4	80,2	10,6	1,5	-	-	14,3	6,0
2023 Sept.	-30,3	4,9	1,4	48,8	10,4	2,4	-	-	5,6	14,2
Okt.	-34,5	5,6	1,7	57,8	11,1	3,0	-	-	14,8	-0,5
Nov.	-40,3	5,3	1,3	68,5	10,3	2,9	-	-	7,4	-2,7
Dez.	-29,8	4,9	1,4	80,2	10,6	1,5	-	-	14,3	6,0
2024 Jan.	-20,3	5,2	1,6	85,3	10,3	2,1	-	-	8,4	4,2
Febr. ^(p)	-21,5	5,1	1,7	88,7	10,5	1,5	-	-	10,0	11,0

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich Einlagen der Zentralstaaten beim MFI-Sektor sowie von Zentralstaaten gehaltener Wertpapiere des MFI-Sektors.

3) Nicht saisonbereinigt.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Finanzierungssaldo					Nachrichtlich: Primärsaldo
	Insgesamt	Zentralstaat	Länder	Gemeinden	Sozialversicherung	
	1	2	3	4	5	6
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,1	0,3	1,0
2020	-7,1	-5,8	-0,4	0,0	-0,9	-5,5
2021	-5,2	-5,2	0,0	0,1	0,0	-3,8
2022	-3,6	-3,9	0,0	0,0	0,3	-1,9
2022 Q4	-3,6	.	.	.	.	-1,9
2023 Q1	-3,7	.	.	.	.	-2,0
Q2	-3,8	.	.	.	.	-2,1
Q3	-3,5	.	.	.	.	-1,7

Quellen: EZB (Jahreswerte) und Eurostat (Quartalswerte).

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Einnahmen					Vermögens- wirksame Einnahmen	Ausgaben					Vermögens- wirksame Ausgaben	
	Insgesamt	Laufende Einnahmen			Ins- gesamt		Laufende Ausgaben				Ins- gesamt		
		Ins- gesamt	Direkte Steuern	Indirekte Steuern			Nettosozial- beiträge	Arbeitsnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben			Sozial- ausgaben
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	46,3	45,8	12,9	13,1	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,4	1,6	22,4	3,8
2020	46,4	45,9	12,9	12,7	15,5	0,5	53,5	48,9	10,6	5,9	1,5	25,3	4,6
2021	47,0	46,2	13,2	13,1	15,1	0,8	52,2	47,2	10,2	5,9	1,5	23,9	5,0
2022	46,9	46,1	13,5	12,9	14,8	0,8	50,5	45,4	9,9	5,9	1,7	22,8	5,1
2022 Q4	46,9	46,1	13,5	12,9	14,8	0,8	50,5	45,4	9,9	5,9	1,7	22,8	5,1
2023 Q1	46,6	45,8	13,4	12,8	14,8	0,8	50,3	45,2	9,8	5,8	1,7	22,7	5,1
Q2	46,4	45,6	13,4	12,7	14,8	0,8	50,2	45,1	9,8	5,8	1,7	22,7	5,1
Q3	46,4	45,6	13,4	12,6	14,8	0,8	49,8	44,8	9,8	5,8	1,7	22,6	5,0

Quellen: EZB (Jahreswerte) und Eurostat (Quartalswerte).

6.3 Verschuldung

(in % des BIP; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

	Insge- samt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige		Gebiets- fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder Euro- Vorgänger- währungen	Andere Währungen
					Ins- gesamt	MFIs								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2019	84,1	3,0	13,2	67,8	45,8	30,8	38,3	7,7	76,3	15,6	27,9	40,6	82,7	1,3
2020	97,2	3,2	14,5	79,5	54,6	39,1	42,5	11,1	86,0	18,9	30,9	47,3	95,5	1,7
2021	94,7	3,0	13,8	77,9	55,2	41,3	39,5	9,8	84,9	17,5	30,1	47,1	93,3	1,4
2022	90,9	2,7	13,2	75,0	53,4	40,2	37,5	8,8	82,1	16,3	28,9	45,7	90,0	0,9
2022 Q4	90,9	2,7	13,2	75,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 Q1	90,7	2,5	12,8	75,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	90,3	2,5	12,5	75,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	89,9	2,5	12,2	75,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Quellen: EZB (Jahreswerte) und Eurostat (Quartalswerte).

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Veränderung der Schuldenquote ²⁾	Primär-saldo	Deficit-Debt-Adjustments									Zins-Wachstums-Differenz	Nachrichtlich: Nettoneuverschuldung
			Insgesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva					Neubewertungseffekte und sonstige Volumensänderungen	Sonstige			
				Zusammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Anteile an Investmentfonds					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,0	-1,2	0,9	
2020	13,1	5,5	2,2	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,3	0,0	5,3	9,6	
2021	-2,4	3,8	-0,2	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,7	-6,0	5,1	
2022	-3,8	1,9	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,1	0,2	0,6	-0,6	-5,4	2,7	
2022 Q4	-3,8	1,9	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,1	0,2	0,6	-0,6	-5,4	2,7	
2023 Q1	-3,8	2,0	-0,7	-0,7	-1,1	0,1	0,1	0,1	0,7	-0,7	-5,1	2,3	
Q2	-3,2	2,1	-0,7	-1,0	-1,4	0,1	0,2	0,1	0,7	-0,4	-4,5	2,4	
Q3	-2,3	1,7	0,0	-0,5	-0,7	-0,2	0,2	0,1	0,6	-0,1	-4,1	2,8	

Quellen: EZB (Jahreswerte) und Eurostat (Quartalswerte).

1) Die zwischenstaatliche Kreditgewährung im Zuge der Finanzkrise ist konsolidiert (Ausnahme: Quartalswerte zu den Deficit-Debt-Adjustments).

2) Differenz zwischen der Schuldenquote am Ende des Berichtszeitraums und dem Stand zwölf Monate zuvor.

6.5 Staatliche Schuldverschreibungen¹⁾

(Schuldendienst in % des BIP; Ströme während Schuldendienstperiode; nominale Durchschnittsrenditen in % p. a.)

	Schuldendienst – Fälligkeit bis zu 1 Jahr ²⁾					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren ³⁾	Nominale Durchschnittsrenditen ⁴⁾						
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände					Transaktionen	
		Insgesamt	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Insgesamt	Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung		Emission	Tilgung
										Insgesamt	Laufzeit von bis zu 1 Jahr		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	14,0	12,7	4,2	1,2	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022	13,0	11,9	4,2	1,2	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5
2023	13,9	12,5	4,5	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2023 Q1	13,5	12,3	4,2	1,2	0,3	8,1	1,8	1,2	1,0	1,9	2,0	2,1	0,7
Q2	13,6	12,3	3,6	1,3	0,3	8,1	1,9	1,3	1,5	1,9	2,0	2,8	1,1
Q3	13,7	12,4	3,8	1,3	0,3	8,1	1,9	1,1	1,8	2,0	1,7	3,3	1,5
Q4	13,9	12,5	4,5	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2023 Sept.	13,7	12,4	3,8	1,3	0,3	8,1	1,9	1,1	1,8	2,0	1,7	3,3	1,5
Okt.	13,4	12,0	3,5	1,4	0,3	8,2	2,0	1,1	2,0	2,0	1,7	3,5	1,7
Nov.	13,6	12,2	3,8	1,4	0,4	8,2	2,0	1,2	2,0	2,0	1,7	3,6	1,8
Dez.	13,9	12,5	4,5	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2024 Jan.	13,4	12,0	4,2	1,4	0,4	8,2	2,0	1,2	2,0	2,0	1,4	3,6	2,1
Febr.	13,3	11,9	4,5	1,4	0,4	8,2	2,0	1,2	2,1	2,0	1,4	3,6	2,3

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates.

2) Ohne Berücksichtigung vorzeitiger Tilgungen sowie künftiger Zahlungen für noch nicht ausstehende Schuldverschreibungen.

3) Restlaufzeit am Ende des Berichtszeitraums.

4) Bestände am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen als Durchschnittswert der Zwölfmonatszeiträume.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den Ländern des Euroraums

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

	Belgien 1	Deutschland 2	Estland 3	Irland 4	Griechenland 5	Spanien 6	Frankreich 7	Kroatien 8	Italien 9	Zypern 10
Finanzierungssaldo										
2019	-2,0	1,5	0,1	0,5	0,9	-3,1	-3,1	0,2	-1,5	0,9
2020	-8,9	-4,3	-5,4	-5,0	-9,7	-10,1	-9,0	-7,3	-9,6	-5,7
2021	-5,4	-3,6	-2,5	-1,5	-7,0	-6,7	-6,5	-2,5	-8,8	-1,9
2022	-3,5	-2,5	-1,0	1,7	-2,4	-4,7	-4,8	0,1	-8,0	2,4
2022 Q4	-3,5	-2,5	-1,0	1,7	-2,4	-4,7	-4,8	0,1	-8,0	2,4
2023 Q1	-3,9	-3,0	-1,3	2,0	-2,5	-4,4	-4,6	-0,2	-8,1	3,0
Q2	-4,0	-3,1	-1,7	2,2	-2,4	-4,6	-4,9	-0,4	-7,9	3,4
Q3	-4,1	-2,7	-2,2	1,9	-1,2	-4,4	-4,8	0,3	-6,8	3,2
Verschuldung										
2019	97,6	59,6	8,5	57,1	180,6	98,2	97,4	70,9	134,2	93,0
2020	111,8	68,8	18,6	58,1	207,0	120,3	114,6	86,8	154,9	114,9
2021	108,0	69,0	17,8	54,4	195,0	116,8	112,9	78,1	147,1	99,3
2022	104,3	66,1	18,5	44,4	172,6	111,6	111,8	68,2	141,7	85,6
2022 Q4	104,3	66,1	18,5	44,4	172,6	111,6	111,8	68,2	141,7	85,6
2023 Q1	106,4	65,7	17,2	43,6	169,3	111,2	112,3	69,1	140,9	83,1
Q2	105,9	64,7	18,5	43,2	167,1	111,2	111,8	66,5	142,5	85,1
Q3	108,0	64,8	18,2	43,6	165,5	109,8	111,9	64,4	140,6	79,4
	Lettland 11	Litauen 12	Luxemburg 13	Malta 14	Niederlande 15	Österreich 16	Portugal 17	Slowenien 18	Slowakei 19	Finnland 20
Finanzierungssaldo										
2019	-0,5	0,5	2,2	0,5	1,8	0,6	0,1	0,7	-1,2	-0,9
2020	-4,5	-6,5	-3,4	-9,6	-3,7	-8,0	-5,8	-7,6	-5,4	-5,6
2021	-7,2	-1,1	0,6	-7,5	-2,2	-5,8	-2,9	-4,6	-5,2	-2,8
2022	-4,6	-0,7	-0,3	-5,7	-0,1	-3,5	-0,3	-3,0	-2,0	-0,8
2022 Q4	-4,6	-0,7	-0,3	-5,6	-0,1	-3,5	-0,3	-3,0	-2,0	-0,5
2023 Q1	-4,4	-1,2	-0,6	-4,8	-0,1	-3,3	0,1	-3,2	-2,6	-0,4
Q2	-3,0	-1,2	-0,7	-4,2	-0,2	-3,6	0,0	-3,2	-3,4	-1,1
Q3	-3,3	-1,1	-0,4	-3,4	0,1	-3,5	0,5	-3,5	-4,7	-1,5
Verschuldung										
2019	36,7	35,8	22,4	40,0	48,6	70,6	116,6	65,4	48,0	64,9
2020	42,2	46,2	24,6	52,2	54,7	83,0	134,9	79,6	58,9	74,7
2021	44,0	43,4	24,5	54,0	51,7	82,5	124,5	74,4	61,1	72,5
2022	41,0	38,1	24,7	52,3	50,1	78,4	112,4	72,3	57,8	73,3
2022 Q4	41,0	38,1	24,7	51,6	50,1	78,4	112,4	72,3	57,8	73,3
2023 Q1	43,0	38,1	28,3	51,5	48,3	80,2	112,3	72,0	58,0	73,3
Q2	39,5	38,1	28,2	49,6	46,9	78,5	110,0	70,4	59,6	74,5
Q3	41,4	37,4	25,7	49,3	45,9	78,2	107,5	71,4	58,6	73,8

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2024

Postanschrift 60640 Frankfurt am Main, Deutschland
Telefon +49 69 1344 0
Internet www.ecb.europa.eu

Für die Erstellung des Wirtschaftsberichts ist das Direktorium der EZB verantwortlich. Die Übersetzungen werden von den nationalen Zentralbanken angefertigt und veröffentlicht. Für die deutsche Fassung ist die Deutsche Bundesbank verantwortlich. In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.

Alle Rechte vorbehalten. Die Anfertigung von Kopien für Ausbildungszwecke und nichtkommerzielle Zwecke ist mit Quellenangabe gestattet.

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 10. April 2024.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-BP-24-003-DE-N (Online-Version)